

**RISIKO DAN PULANGAN DALAM SUKUK:
KAJIAN DI PASARAN MODAL INDONESIA**

EKA NURAINI RACHMAWATI

**AKADEMI PENGAJIAN ISLAM
UNIVERSITI MALAYA
KUALA LUMPUR**

2017

**RISIKO DAN PULANGAN DALAM SUKUK:
KAJIAN DI PASARAN MODAL INDONESIA**

EKA NURAINI RACHMAWATI

**TESIS DISERAHKAN SEBAGAI MEMENUHI
KEPERLUAN BAGI IJAZAH
DOKTOR FALSAFAH**

**AKADEMI PENGAJIAN ISLAM
UNIVERSITI MALAYA
KUALA LUMPUR**

2017

UNIVERSITI MALAYA

PERAKUAN KEASLIAN PENULISAN

Nama: **EKA NURAINI RACHMAWATI**

(No. K.P/Pasport:)

No. Pendaftaran/Matrik: **IHA 060032**

Nama Ijazah: **DOKTOR FALSAFAH**

Tajuk Kertas Projek/Laporan Penyelidikan/Disertasi/Tesis ("Hasil Kerja ini"):

RISIKO DAN PULANGAN DALAM SUKUK: KAJIAN DI PASARAN MODAL INDONESIA

Bidang Penyelidikan:

Saya dengan sesungguhnya dan sebenarnya mengaku bahawa:

- (1) Saya adalah satu-satunya pengarang/penulis Hasil Kerja ini;
- (2) Hasil Kerja ini adalah asli;
- (3) Apa-apa penggunaan mana-mana hasil kerja yang mengandungi hakcipta telah dilakukan secara urusan yang wajar dan bagi maksud yang dibenarkan dan apa-apa petikan, ekstrak, rujukan atau pengeluaran semula daripada atau kepada mana-mana hasil kerja yang mengandungi hakcipta telah dinyatakan dengan sejelasnya dan secukupnya dan satu pengiktirafan tajuk hasil kerja tersebut dan pengarang/penulisnya telah dilakukan di dalam Hasil Kerja ini;
- (4) Saya tidak mempunyai apa-apa pengetahuan sebenar atau patut semunasabahnya tahu bahawa penghasilan Hasil Kerja ini melanggar suatu hakcipta hasil kerja yang lain;
- (5) Saya dengan ini menyerahkan kesemua dan tiap-tiap hak yang terkandung di dalam hakcipta Hasil Kerja ini kepada Universiti Malaya ("UM") yang seterusnya mula dari sekarang adalah tuan punya kepada hakcipta di dalam Hasil Kerja ini dan apa-apa pengeluaran semula atau penggunaan dalam apa jua bentuk atau dengan apa juga cara sekalipun adalah dilarang tanpa terlebih dahulu mendapat kebenaran bertulis dari UM;
- (6) Saya sedar sepenuhnya sekiranya dalam masa penghasilan Hasil Kerja ini saya telah melanggar suatu hakcipta hasil kerja yang lain sama ada dengan niat atau sebaliknya, saya boleh dikenakan tindakan undang-undang atau apa-apa tindakan lain sebagaimana yang diputuskan oleh UM.

Tandatangan Calon
EKA NURAINI RACHMAWATI

Tarikh: 23 Ogos 2017

Diperbuat dan sesungguhnya diakui di hadapan,

Tandatangan Saksi

Tarikh: 23 Ogos 2017

Nama:

Jawatan:

Abstrak

Risiko dan pulangan merupakan perkara penting bagi pelabur, kerana mereka menjangkakan pulangan yang tinggi dengan risiko yang rendah. Namun dalam amalannya instrumen kewangan berlaku kaedah *high risk high return*, ertinya semakin tinggi risiko semakin tinggi pulangan, begitupun sebaliknya semakin kecil risiko maka semakin kecil pulangan yang diterima pelabur. Dalam kaedah fekah dikenal dengan istilah *al ghurm bi al ghunm*. Pelabur yang membeli instrumen kewangan, boleh memilih instrumen kewangan yang menghasilkan pulangan yang tinggi tetapi risikonya juga tinggi atau memilih instrumen kewangan yang menghasilkan risiko yang rendah namun pulangan yang diterimanya juga rendah. Tujuan kajian ini untuk membuktikan apakah sekuriti Islam memiliki ciri-ciri yang sama dengan sekuriti konvensional, yakni mengikuti kaedah *high risk high return* atau *al ghurm bi al ghunm*. Ertinya, semakin tinggi risiko akan semakin tinggi pulangan yang akan diterima pelabur. Kajian ini akan menguji apakah sukuk yang memiliki risiko tinggi akan menghasilkan pulangan yang tinggi dan sukuk yang memiliki risiko rendah dan berlaku sebaliknya. Kajian ini dilakukan dua tahap analisis, pertama, membandingkan risiko dan pulangan antara sukuk Ijārah dengan sukuk Muḍārabah. Tahap kedua, mengukur pengaruh beberapa risiko sukuk dan kupon ke atas pulangan sukuk dengan menggunakan *yield to maturity* (YTM). Populasi kajian ini adalah seluruh sukuk yang diterbitkan di Pasaran Modal Indonesia, sedangkan sampelnya adalah sukuk Muḍārabah dan Ijārah yang masih beredar bermula tahun 2010 hingga 2014. Analisis data menggunakan ujian *t independent sample* dan regresi linier berganda (*multiple regression*). Hasil kajian menunjukkan bahawa risiko dan pulangan sukuk Muḍārabah lebih besar daripada sukuk Ijārah. Namun berdasarkan analisis *independent t-test*, bahawa pulangan dan risiko kedua sukuk tersebut tidak berbeza secara signifikan. Hasil regresi ditemukan bahawa yang mempengaruhi pulangan sukuk adalah risiko kadar faedah, maturiti, kadar kupon

dan penarafan. Secara simultan pengaruh risiko kadar faedah, maturiti, kadar kupon dan penarafan terhadap pulangan sebesar 44 %. Artinya, 44 % pulangan sukuk dipengaruhi oleh kadar faedah Sertifikat Bank Indonesia (SBI), maturiti, kadar kupon dan penarafan sukuk. Kadar faedah SBI, maturiti berpengaruh positif terhadap pulangan, namun kupon dan penarafan memiliki pengaruh negatif terhadap pulangan.

Kesimpulan kajian ini, bahawa pulangan dan risiko sukuk Ijārah dan Sukuk Muḍārabah tidak berbeza secara signifikan, sehingga wajarlah jika sebuah syarikat lebih berminat menerbitkan sukuk Ijārah dan pelabur lebih memilih membeli sukuk Ijārah karena risikonya rendah. Sukuk Ijārah memberi pulangan yang tetap sedangkan pulangan sukuk Muḍārabah turun naik bergantung kepada pendapatan syarikat. Maka dapat disimpulkan bahawa kaedah *high risk high return* atau *al ghurm bi al ghunm* pada instrumen kewangan Islam, khususnya pada sukuk korporat yang diterbitkan di Pasaran Modal Indonesia tidak berlaku, seperti mana yang berlaku pada instrumen kewangan konvensional.

Abstract

Risks and returns are important for investors, as they expect high returns with low risk. However, in practice the financial instruments take the high risk high return method, which means the higher the risk of higher returns, the less risk it becomes, the smaller the returns the investor receives. In jurisprudence is known as *al ghurm bi al ghum*. Investors who purchase financial instruments can choose financial instruments that generate high returns but the risks are high or choose a monetary policy that lowers risk but low returns are also low. The purpose of this study is to prove whether Islamic securities have the same characteristics as conventional securities, following the high risk high return method or *al ghurm bi al ghum*. That means, the higher the risk will be the higher returns that investors will receive. This study examined whether high risk sukuk will result in high returns and sukuk that have low risk and vice versa. This study was conducted in two stages of analysis, first, comparing the risks and returns between *Ijārah* sukuk and *Muḍārabah* sukuk. The second step, measured the impact of some sukuk and coupon risks on sukuk returns using yield to maturity (YTM). The population of this study is the entire sukuk issued in the Capital Market of Indonesia, while the sample is the Sukuk *Mudahrabah* and *Ijārah* which is still circulating from 2010 to 2014.

Data analysis used independent sample t test and multiple regression ratios. The findings show that the *Muḍārabah* sukuk risk and returns are greater than sukuk *Ijārah*. However, based on independent t test analysis, the returns and risks of both sukuk are not significantly different. Regression results are found that affecting sukuk returns are interest rate risk, maturity, coupon rate and rating. Concurrently, the effect of interest rate, maturity, coupon rate and rating risk on the rate of return of 44%. That means, the 44% sukuk return is influenced by the interest rate of the Bank Indonesia Certificate

(SBI), maturity, coupon rate and sukuk rating. SBI interest rates, maturities have positive effects on returns, but coupons and ratings have a negative effect on returns.

The conclusion of this study is that the returns and risks of Ijārah sukuk and Sukuk Muḍārabah are not significantly different, so it is desirable if a company is more interested in issuing Ijārah sukuk and investors are more likely to buy sukuk Ijārah because of its low risk. The Ijārah sukuk provide constant returns while Muḍārabah's sukuk return fluctuates depending on the company's earnings. It can be concluded that the high risk high return or al ghurm bi al ghunm method of Islamic financial instruments, especially in corporate sukuk issued in the Indonesian Capital Market, does not occur, as is the case with conventional financial instruments.

PENGHARGAAN

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

Alhamdulillah, segala puja dan puji hanya terkhas untuk Allah SWT semata-mata. Selawat serta salam semoga dilimpahkan keatas Rasul yang telah Engkau utus untuk menjadi rahmat kepada seluruh alam dan menjadi hujjah kepada seluruh manusia. Sejuta penghargaan dan ucapan terima kasih setinggi tingginya dipersembahkan ke atas penyelia Prof. Madya Dr. Ab. Mumin Ab. Ghani, yang tidak jemu-jemunya membimbing, mengarahkan, dan memotivasi saya bagi menyelesaikan kajian ini, demi memperoleh ilmu yang bermanfaat insya Allah di dunia mahupun di akhirat.

Terima kasih kepada seluruh pihak terkhas ketua jabatan, para pensyarah dan para staf pada Akademi Pengajian Islam Universiti Malaya, yang telah membantu dalam penyelesaian kajian ini untuk memenuhi keperluan bagi Ijazah Doktor Falsafah.

Ucapan terimakasih yang setulus-tulusnya kepada ibunda Hj. Madjidah dan Pamanda Sandri Ismail yang telah memberi sokongan moral serta doa yang tiada hentinya sehingga tesis ini dapat selesai pada waktunya.

Penghargaan yang istimewa terkhas kepada suami ku tercinta Dr. Abdullah Sulaiman.M.hum yang dengan setia dan kesabaran memberikan motivasi dalam penyelesaian studi ini, serta kepada anak-anak ku tersayang Sophia al Hikmah dan Aulya Rahman Baihaqi beserta seluruh keluarga besar yang senantiasa memberikan semangat dalam penyelesaian studi ini.

Ribuan terimakasih kepada teman-teman sekerja di Fakulti Ekonomi Universiti Islam Riau (UIR) Pekanbaru, Cik Zulhelmi, Cik Hamdi, Cik Azmansyah dll, serta keluarga besar Institute Quantum Life, khususnya kepada Ustadz Dr. Syamsul Balda, yang selalu mendoakan, memberi motivasi dan saran dalam penyelesaian studi ini.

Akhir kalam, ucapan terima kasih dengan setulus jiwa bagi semua pihak, yang telah memberi bimbingan, tunjuk ajar dan sokongan kepada saya, semoga Allah SWT membalasnya dengan pahala yang lipat ganda.

Eka Nuraini Rachmawati

Jabatan Syariah dan Pengurusan

Akademi Pengajian Islam Universiti Malaya

50603 Kuala Lumpur Malaysia

22 Ogos 2017

JADUAL KANDUNGAN

BORANG PERAKUAN KEASLIAN PENULISAN	i
ABSTRAK	ii
ABSTRACT	iv
PENGHARGAAN	vi
JADUAL KANDUNGAN	vii
SENARAI JADUAL	x
SENARAI RAJAH	xii
SENARAI LAMPIRAN	xiii
SENARAI KEPENDEKAN	xiv
PANDUAN TRANSLITERASI	xvii

BAB 1 PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah Kajian	1
1.2 Perumusan Masalah Kajian	6
1.3 Objektif Kajian	7
1.4 Skop Kajian	7
1.5 Kepentingan Kajian	8
1.6 Definisi Tajuk	9
1.7 Kajian Lepas (<i>Literatur Review</i>)	15
1.8 Sistematika Penulisan	37

BAB 2 URUSNIAGA KEWANGAN DALAM PERSPEKTIF ISLAM

2.1 Pendahuluan	40
2.2 Sistem Kewangan Islam	45
2.3 Pelarangan dalam urusanniaga Kewangan Islam	46
2.3.1 Riba	46
2.3.2 Gharar	52
2.3.3 Maysir	56
2.4 Konsep Harta dalam Islam	59
2.4.1 Unsur-Unsur Harta	61
2.4.2 Kedudukan Harta	62
2.4.3 Fungsi Harta dalam Perspektif Islam	64
2.4.4 Kepemilikan Harta	67
2.5 Konsep Hutang dalam Islam.	72
2.6 Pelaburan dalam Perspektif Islam	74
2.7 Keuntungan dan Risiko dalam Perspektif Islam	
2.7.1 Pengertian Laba dalam Konsep Islam	79
2.7.2 Keuntungan dalam Perspektif Islam	86
2.7.3 Rugi dalam Perspektif Islam	89
2.7.4 Risiko dalam Perspektif Islam	92
2.8 Risiko dalam Kewangan Islam	93
2.9 Kaedah Fekah Al-Ghurm bi Al-Ghunm dan Al-Kharaj bi Al-Dhaman	96
2.10 Hubungan Risiko dan Pulangan dalam Pelaburan	99
2.11 Akad Sukuk dalam Kajian Fekah Muamalah	103
2.11.1 Akad Murabahah	103
2.11.2 Akad Istishna	105
2.11.3 Akad Salam	106
2.11.4 Akad Bay' al Inah	106
2.11.5 Akad Bay' al Dayn	107

2.11.6	Akad Musyarakah	109
2.11.7	Akad Muḍārabah	110
2.11.8	Akad Ijārah	114
2.12	Fekah Jual Beli Sukuk	118
2.12.1	Bay Muzayadah	119
2.12.2	Bay Wafa'	122
2.12.3	Bay Istighlāl	124
2.13	Keuntungan dan Risiko Akad Muḍārabah	126
2.14	Kesimpulan	128
BAB 3	CIRI-CIRI, RISIKO DAN PULANGAN SUKUK	
3.1	Pendahuluan	129
3.2	Ciri-Ciri Sukuk	129
3.3	Asal Usul Sukuk dan Definisi Sukuk	130
3.4	Perbandingan Sukuk dengan Bon konvensional	132
3.5	Jenis sukuk	135
3.6	Keunikan dan Kegunaan Sukuk	138
3.7	Penggunaan Awam Dana Sukuk	141
3.8	Jenis Risiko Sukuk	143
3.8.1	Risiko Kadar Pulangan (<i>Rate of Return Risk</i>)	145
3.8.2	Risiko Kredit (<i>Credit Risk</i>)	145
3.8.3	Risiko Tukaran Wang Asing (<i>Foreign Exchange Rate Risk</i>)	146
3.8.4	Risiko Harga (<i>Price/ Collateral Risk</i>)	146
3.8.5	Risiko Kecairan (<i>Liquidity Risk</i>)	146
3.8.6	Risiko Kepatuhan Syariah (<i>Sharia Compliance Risk</i>)	147
3.8.7	Risiko Pasar (<i>Market Risk</i>)	147
3.8.8	Kadar Faedah (<i>Interest Rate Risk</i>)	147
3.9	Metod Pengukuran Risiko Sukuk	149
3.9.1	Pengukuran Risiko Pasaran	150
3.9.2	Pengukuran Risiko Kredit	151
3.9.3	Pengukuran Risiko Kadar Faedah	152
3.9.3.1	Metod Durasi	153
3.9.3.2	Hubungkait Durasi dengan Harga Sukuk	156
3.9.3.3	Metod Konveksiti	156
3.10	Pulangan Sukuk	158
3.10.1	Jenis Pulangan Sukuk	158
3.10.2	Pengiraan Pulangan Sukuk	160
3.11	Kesimpulan	163
BAB 4	METODOLOGI KAJIAN	
4.1	Pendahuluan	164
4.2	Data dan Sumber Data	164
4.3	Populasi dan Sampel	165
4.4	Teknik Pengumpulan Data	166
4.5	Metod Analisa Data	166
4.5.1	Analisis Deskriptif	167
4.5.2	Analisis Komparatif	167
4.5.3	Analisis Regresi Berganda (<i>Multiple Regression</i>)	170
4.6.	Ujian Pengandaian Klasik	171
4.6.1	Ujian Normaliti	171
4.6.2	Ujian Heteroskedastisiti	171
4.6.3	Ujian Autokorelasi	172

4.6.4	Ujian Multikolineariti	173
4.7	Ujian Keurgenan Statistik (<i>Statistical Significance Testing</i>)	174
4.7.1	Ujian Statistik F (<i>f-test</i>)	174
4.7.2	Ujian Statistik T (<i>t-test</i>)	174
4.8	Pemboleh ubah Kajian	174
4.9	Kesimpulan	175
BAB 5	AMALAN SUKUK IJĀRAH DAN MUḌĀRABAH DI INDONESIA	
5.1	Pendahuluan	177
5.2	Undang-Undang dan Garis Panduan Sukuk di Indonesia	177
5.3	Pihak-Pihak yang Terlibat dalam Penerbitan Sukuk	180
5.4	Struktur dan Mekanisme Penerbitan Sukuk Ijārah di Indonesia	182
5.4.1	Struktur Sukuk Ijārah	182
5.4.2	Mekanisme Penerbitan Sukuk Ijārah di Indonesia	185
5.4.3	Amalan Penerbitan Sukuk Ijārah	187
5.5	Struktur dan Mekanisme Penerbitan Sukuk MuḌārabah di Indonesia	192
5.5.1	Struktur Sukuk MuḌārabah	192
5.5.2	Mekanisme Penerbitan Sukuk MuḌārabah di Indonesia	194
5.5.3	Amalan Penerbitan Sukuk MuḌārabah	196
5.6	Penarafan (<i>Rating</i>) Sukuk	201
5.6.1	Manfaat Penarafan bagi Penerbit dan Pelabur	201
5.6.2	Klasifikasi Penarafan Sukuk	203
5.7	Perkembangan Sukuk di Indonesia	207
5.8	Mekanisme Perdagangan Sukuk di Pasar sekunder	210
5.8.1	Perdagangan Sukuk di Bursa Efek Indonesia	211
5.8.2	Perdagangan Sukuk di Over the Counter	215
5.9	Kesimpulan	217
BAB 6	Hasil Kajian dan Pembahasan	
6.1	Pendahuluan	219
6.2	Analisis Pulangan dan Risiko Sukuk Ijārah dan Sukuk MuḌārabah	219
6.3	Analisis Risiko Terhadap Pulangan Sukuk	221
6.3.1	Ujian Statistik F (<i>f-test</i>)	227
6.3.2	Ujian Statistik t (<i>t-test</i>)	227
6.4	Kesimpulan	229
BAB 7	Rumusan dan Cadangan	
7.1	Pendahuluan	230
7.2	Rumusan Kajian	230
7.3	Implikasi Kajian	235
7.4	Keterbatasan Kajian	236
7.5	Cadangan Kajian	236
7.6	Kesimpulan	237

SENARAI JADUAL

Jadual 1.1 : Perkembangan Sukuk Ijārah dan Sukuk Muḍārabah di Indonesia Tahun 2002-2014	5
Jadual 1.2 : Perbandingan Yield Government Bond, Sukuk dan Corporate Bond	27
Jadual 1.3 : Risiko Kredit, Risiko Tambahan Keuntungan, Risiko Kecairan dan Risiko Operasi pada Produk Bank Islam	29
Jadual 1.4 : Pulangan Sukuk Muḍārabah dan Sukuk Ijārah	31
Jadual 2.1 : Perbezaan Risiko dan Gharar	56
Jadual 3.1 : Perbandingan Bon Konvensional dengan Sukuk	133
Jadual 3.2 : Perbandingan Sukuk dengan Sekuriti Konvensional	134
Jadual 3.3 : Risiko Kredit dan Risiko Kadar Faedah	148
Jadual 3.4 : Jenis-Jenis risiko dan tehnik pengukurannya	149
Jadual 3.5 : Kegunaan masing-masing ukuran <i>yield</i> sukuk	160
Jadual 4.1 : Jadual Durbin-Watson.	172
Jadual 4.2 : Nilai Durbin –Watson	173
Jadual 5.1 : Model Akad Ijārah pada Penerbitan Sukuk Korporasi	191
Jadual 5.2 : Model Akad Muḍārabah pada Penerbitan Sukuk Korporasi	200
Jadual 5.3 : Investment Grade dan Non Investment Grade	203
Jadual 5.4 : Penarafan Bon	206
Jadual 5.5 : Perkembangan Penerbitan Sukuk Korporat di Indonesia	208
Jadual 5.6 : Mekanisme Transaksi Reguler dan Pasar Negoisasi	214
Jadual 6.3 : Purata Pulangan dan Risiko Pada Sukuk Ijārah dan Muḍārabah	220
Jadual 6.4 : Independent Samples Test	221
Jadual 6.5 : Correlation	225
Jadual 6.6 : Coefficient	225

Jadual 6.7 : Model Summary	226
Jadual 6.8 : Hasil ANOVA	227
Jadual 6.9 : Coefficients	228

University of Malaya

SENARAI RAJAH

Rajah 1.1 : Graf Perkembangan Penerbitan Sukuk 2014	6
Rajah 1.2 : Aliran Kajian	14
Rajah 1.3 : Skema Faktor-Faktor yang Mempengaruhi (YTM)	15
Rajah 1.4 : Hubungan Risiko ke atas Pulangan pada Sekuriti Konvensional	20
Rajah 1.5 : Hubungan Pulangan dan Risiko Pelaburan pada Sukuk	32
Rajah 2.1 : Konsep Asas Din al-Islam	44
Rajah 2.2 : Hubungan Pulangan dan Risiko pada Sekuriti Konvensional	101
Rajah 3.1 : Klasifikasi Sukuk	137
Rajah 3.2 : Jenis Risiko pada Institusi Kewangan Islam (IFI)	144
Rajah.5.1 : Mekanisme Penerbitan Sukuk	186
Rajah 5.2 : Skema Sukuk Ijārah A	188
Rajah 5.3 : Skema Sukuk Ijārah B	189
Rajah 5.4 : Struktur Sukuk Muḍārabah	193
Rajah 5.5 : Skema Sukuk Muḍārabah A	197
Rajah 5.6 : Skema Sukuk Muḍārabah B	199
Rajah 5.7 : Perkembangan Sukuk Korporat 2002-2014	208
Rajah 5.8 : Perbandingan Sukuk Ijārah dan Muḍārabah	210
Rajah 5.9 : Mekanisme Perdagangan Sukuk di BEI melalui FITS	213
Rajah 5.10: Proses Laporan Perdagangan Sukuk Di Pasar Sekunder	215
Rajah 6.1: Histogram	222
Rajah 6.2: Scatter Plot	223
Rajah 6.3: Normal P-P Plot of Regression Standardized	224

SENARAI LAMPIRAN

Lampiran 1 : Residuals Statistic	262
Lampiran 2 : Scatterplot and group Statistik	264
Lampiran 3 : Hasil Independent Samples T-test	265

University of Malaya

SENARAI KEPENDEKAN

AAOIF	: Accounting and Auditing Organization of Islamic
ASPM	: Ahli Syariah Pasar Modal
BAPEPAM-LK	: Badan Pengawas Pasar Modal Lembaga Keuangan
BEI	: Bursa Efek Indonesia
BI-RGTS	: Bank Indonesia - Real Time Gross Settlement
BI-SSSS	: Bank Indonesia- Scripless Securities Settlement System
C-BEST	: Central Depository and Book Entry Settlement System
CTP	: Centralized Trading Platform
CY	: Current Yield
DES	: Daftar Efek Syariah
DIRE	: Dana Investasi Real Estate
DMO	: Debt Management Office
DPMS	: Direktorat Pasar Modal Syariah
DSN	: Dewan Syariah Nasional
EBA	: Efek Beragun Aset
EBOCS	: Electronic Bonds Clearing System
EVA	: Economic Value Added Financial Institution
FITS	: Fixed Income Trading System
HPR	: Holding Period Return
HPY	: Holding Period Yield
IBMD	: Indonesia Bond Market Directory
IBMG	: Indonesia Bond Market Guide
IBPA	: Indonesian Bond Pricing Agency
ICAMEL	: Indonesian Capital Marekt Electronic Library

ICRA	: Indonesia Credit Rating Agency
IDX	: Indonesian Stock Exchange
IFSB	: Islamic Financial Services Board
IIFM	: International Islamic Financial Market
IKNB	: Industri Kewangan Non Bank
IPO	: Initial Public Offering
ISRA	: Indonesian Securities Rating Agency
ISSI	: Indeks Saham Syariah Indonesia
JII	: Jakarta Islamic Index
KPEI	: Kustodian Sentral Efek Indonesia
KSEI	: Kliring Penjaminan Efek Indonesia
LIBOR	: London Inter Bank Offered Rate
LPHE	: Lembaga Penilai Harga Efek
MMR	: Marginal Mortality Rate
MUI	: Majelis Ulama Indonesia
NAB	: Nilai Aktiva Bersih
OJK	: Otoritas Jasa Keuangan
OJK	: Otoritas Jasa Keuangan
ORI	: Obligasi (Bond) Retail Indonesia
OTC	: Over The Counter
PEFINDO	: Pemeringkat Efek Indonesia
PHEI	: Penilai Harga Efek Indonesia
PLTE	: Penerimaan Laporan Transaksi
PT	: Perseroan Terbatas
RAR	: Risk Adjusted Return
RAROC	: Risk Adjusted Return on Capital

REPO	: Repurchase Agreement
ROA	: Return on Asset
ROE	: Return on Equity
SBI	: Sertifikat Bank Indonesia (Sijil Bank Indonesia)
SBIS	: Sertifikat Bank Indonesia Syariah
SBSN	: Surat Berharga Syariah Negara
SDHI	: Sukuk Dana Haji Indonesia
SIDES	: Sistem Informasi Daftar Efek Syariah
SOTS	: Sistem Online Trading Syariah
SPV	: Special Purpose Vehicle
SRO	: Self Regulation Organization
Sukri	: Sukuk Retail Indonesia
Tbk	: Terbuka
VAR	: Value At Risk
YTC	: Yield To Call
YTM	: Yield To Maturity

PANDUAN TRANSLITERASI

Penukaran dari tulisan Arab ke tulisan Rumi dalam tesis ini adalah berdasarkan transliterasi yang telah ditetapkan oleh Akademi Pengajian Islam Universiti Malaya di dalam buku panduan penulisan tesis/disertasi Ijazah Tinggi keluaran 2001.

KONSONAN			
Huruf Arab	Transkripsi Rumi	Huruf Arab	Transkripsi Rumi
ا, ء	a, ' (Hamzah)	ض	Ï
ب	b	ط	İ
ت	t	ظ	Đ
ث	th	ع	'
ج	j	غ	Gh
ح	Í	ف	F
خ	kh	ق	Q
د	d	ك	L
ذ	dh	ل	L
ر	r	م	M
ز	z	ن	N
س	s	ه	H
ش	sh	و	W
ص	Î	ي	Y
		ة	H

VOKAL			
Vokal Panjang		Vokal Pendek	
Huruf Arab	Huruf Rumi	Huruf Arab	Huruf Rumi
آ	É	ا	A
و	Ě	و	U
ي	Ê	ي	I

DIFTONG	
Huruf Arab	Huruf Rumi
أو	Aw
أي	Ay
يَ	iy/Ê
وَّ	Uww

BAB 1: PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Permasalahan Kajian

Sukuk merupakan instrumen Pasaran Modal Islam semasa yang berkembang dengan cepat, ianya ditandai dengan banyaknya kerajaan yang menerbitkan sukuk, seperti Timur Tengah, Eropah dan Asia. Tujuan penerbitan sukuk oleh syarikat ialah bagi menjana modal syarikat sedangkan matlamat penerbitan sukuk oleh kerajaan iaitu menjana projek tertentu atau aktiviti pelaburan khusus oleh kerajaan. Oleh itu, sukuk dapat dikelompokkan menjadi dua, iaitu: sukuk yang diterbitkan oleh syarikat (*corporate sukuk*) dan sukuk yang diterbitkan oleh kerajaan (*government sukuk*).

Sukuk, selain sebagai sumber pembiayaan dapat pula dijadikan sebagai wadah pelaburan bagi pelabur, ianya juga sebagai alat kawalan kecairan bagi mana-mana institusi kewangan Islam, kerana Institusi Kewangan Islam tidak dibenarkan melaburkan dananya pada instrumen kewangan konvensional yang dalam amalnya mengandung *ribā*, *gharar* dan *maysir*.

Penerbitan sukuk ini amat urgen bagi syarikat yang aktivitiya berasaskan syariah seperti Bank Islam. Syarikat jenis ini tidak diizinkan menjana sumber modal dan melakukan pelaburan yang berasaskan *ribā* kerana perkara itu bercanggah dengan prinsip-prinsip syariah, oleh kerananya semua aktiviti syarikat mesti bersesuaian dengan konsep Islam sama ada bagi pelaburan mahupun bagi menjana modal.

Dengan berkembangnya kewangan Islam maka institusi ataupun individu pelabur muslim menyadari bahawa pulangan pelaburan berasaskan faedah merupakan *ribā*, maka sudah semestinya syarikat menawarkan produk kewangan yang selaras dengan kehendak pelabur.

Bagi menjana modal baru, syarikat mesti menerbitkan instrumen kewangan tanpa faedah sehingga pelabur muslim dapat melaburkan dananya pada syarikat

tersebut. Instrumen tersebut dikenali dengan nama Sukuk atau Bon Islam. Penerbitan sukuk tersebut merupakan keharusan bagi syarikat yang berasaskan Islam seperti Bank Islam, sebab syarikat tidak dibenarkan menjana dana yang menggunakan sistem riba .

Perkembangan penerbitan sukuk semakin besar, kerana disokong oleh permintaan pelabur dari Timur Tengah yang kelebihan dana yang sedang menjana pelaburan yang menguntungkan serta berasaskan syariah. Perkembangan institusi kewangan Islam seperti Bank Islam, Insuran Islam, Koperasi Islam, Dana Bersama (*mutual fund*) Islam juga meningkatkan penerbitan sukuk sama ada dalam negeri mahupun di luar negara lain. Sebaliknya, sukuk juga mempunyai keunggulan, iaitu: ¹

- Harga sukuk yang kompetitif kerana relatif lebih rendah dari bon konvensional
- Merupakan instrumen kewangan yang berasaskan syariah, sebagai pilihan terbaik bagi pelabur muslim.
- Sukuk diperdagangkan di pasaran sekunder dan boleh digunakan sebagai alat bagi mengawal kecairan di pasaran kewangan.
- Permintaan sukuk amat tinggi sehingga punya potensi dijual pada harga premium.
- Dapat dilakukan penarafan secara bebas oleh agensi penarafan.
- Sukuk dapat tersenarai pada Bursa International.

Ditinjau dari aspek penerbit, sukuk dibezakan menjadi dua jenis, yakni sukuk kerajaan yang diterbitkan oleh kerajaan dan sukuk korporat yang diterbitkan oleh syarikat. Tujuan utama penerbitan sukuk adalah bagi menjana sumber pembiayaan baru bagi syarikat atau kerajaan. Semasa perkembangan sukuk kerajaan amat membrangsangkan, diawali penerbitan sukuk di Malaysia, Bahrain, Pakistan, Singapura, Uni Arab Emirat, Inggris serta Jerman dan lainnya.

¹ Nathif Jama Adam, "A Panacea for Convergence and Capital Market Development in The OIC Countries", 6 th International Conference on Islamic Economic Banking and Finance (Jakarta: 21-24 Nopember, 2005), 373-383.

Sukuk merupakan sumber pembiayaan kerajaan, dapat dilihat dari kerajaan-kerajaan penerbit sukuk terbesar antar bangsa, yakni Malaysia USD 213,250 juta, (63,16%), Uni Arab Emirates (UAE) USD 37,908 juta (11.23 %), Saudi Arabia USD 24,532 juta (7.27 %), Sudan USD 13,344 juta (3.95 %), Indonesia USD 11,948 juta (3.54 %), Qatar USD 11,783 juta (3.49 %) dan Bahrain USD 11,455 juta (3.39 %).

Indonesia baru pada tahun 2007 menerbitkan sukuk kerajaan dengan akad *Ijārah* dan telah menempatkan Indonesia peringkat lima diantara kerajaan penerbit sukuk antarabangsa.²

Perkembangan sukuk global semenjak tahun 2007 mencecah 48,962 milion manakala pada tahun 2008 mengalami pasang surut menjadi USD 18,826 milion akibat krisis kewangan global yang disebabkan oleh *subprime mortgage* di Amerika Serikat (AS). Pada bulan Disember 2011 mencecah posisi tertinggi sebesar USD 93,723 milion manakala pada bulan May 2012 turun menjadi USD 44,904 milion.³

Bagi Indonesia penerbitan Sukuk Kerajaan yang dikenali dengan nama Surat Berharga Syariah Kerajaan (SBSN), merupakan sumber pembiayaan baru selain menerbitkan bon Kerajaan atau Surat Hutang Kerajaan. Merujuk Restianti, tujuan dan manfaat penerbitan Sukuk Kerajaan adalah 1) bagi menjana Bajet, yang sebelumnya dibiayai dengan cukai dan pinjaman asing, 2) bagi masuk ke pasaran kewangan syariah, 3) bagi *benchmark* dari sukuk korporat, 4) Bagi merangsang kewangan syariah di Indonesia, 4) memberikan pilihan alternatif instrumen kewangan syariah, 5) mengoptimalkan pemanfaatan aset kerajaan, 6) pembiayaan projek infrastruktur.⁴

Sukuk yang pertama kali diterbitkan di Indonesia adalah Sukuk Indosat dengan akad *Mudārabah* yang dilancarkan pada tahun 2002. Setelah itu menyusul penerbitan

² IIFM Sukuk Issuance data base, 2012

³ *Ibid.*

⁴ Restianti, "Government Sukuk Development: Policy, Challenges and Opportunities", dihindangkan pada Seminar Sharia Economic Days (Second), FE-UI, (Jakarta: 2 Februari, 2010), 2.

sukuk oleh syarikat lainnya seperti Bank Muamalat, PT. Matahari Putra Prima dan lainnya.

Berbanding dengan Malaysia, penerbitan sukuk di Indonesia perkembangannya lebih lambat dan kuantitinya masih terhad. Manakala pada tahun 2008, Indonesia telah menerbitkan sukuk kerajaan yang pertama kali menggunakan akad *Ijārah* dengan panduan Fatwa Dewan Syari'ah Nasional No: 69/ DSN-MUI/VI/2008.

Pada tahun 2012, jumlah penerbitan bon sebesar Rp 228.4 milion, yang terdiri dari bon kerajaan Rp 159.1 milion atau 69,66% dan bon korporat Rp 69.3 milion atau 30.34 %.

Manakala perkembangan kuantiti dan nominal sukuk korporat yang diterbitkan di Indonesia bermula dari tahun 2002 hingga 2014, dapat dilihat dari Jadual 1.

Kuantiti emisi sukuk pada tahun 2012 sebanyak 54 sukuk yang diterbitkan oleh korporat dengan jumlah nilai Rp 9.790 milion. Pada tahun 2013 penerbitan sukuk korporat mencecah 64 sukuk dengan jumlah nilai Rp 11.994,4 milion yang sudah dilunasi 22 sukuk dengan nilai Rp 2,907. 4 milion. Sukuk yang masih beredar (*outstanding*) sebanyak 38 sukuk dengan nilai Rp 8,387.0 milion, manakala pada tahun 2014 hanya terdapat tambahan 2 penerbitan sukuk sahaja, sehingga keseluruhan pelepasan sukuk mencecah 66 sukuk dengan jumlah nilai Rp 12,594.4 milion.

Perkembangan kuantiti dan nominal nilai sukuk yang diterbitkan di Indonesia bermula dari 2002 hingga 2014, serta perbandingan sukuk *Ijārah* dengan *Mudārabah*, seperti berikut:

Jadual 1.1: Perkembangan Sukuk *Ijārah* dan Sukuk *Muḍārabah* di Indonesia Tahun 2002-2014

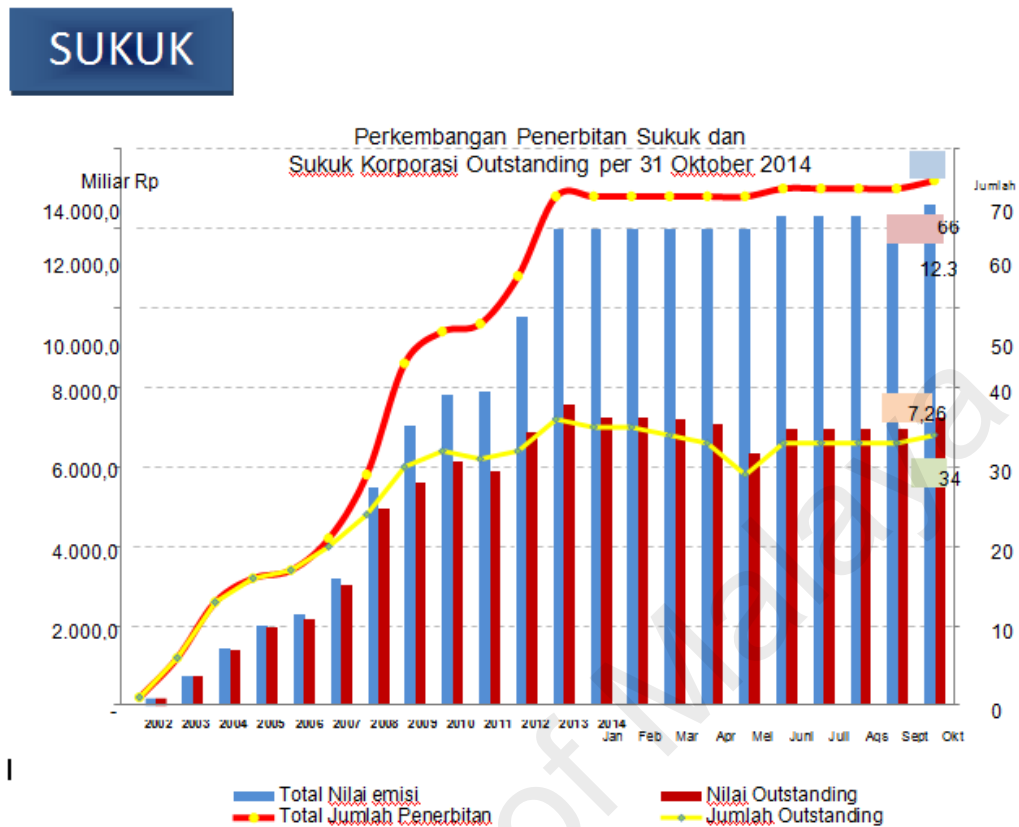
Tahun	Jumlah Pelepasan	Jumlah nilai (Rp milion)	Sukuk <i>Ijārah</i>	Sukuk <i>Muḍārabah</i>	% Sukuk <i>Ijārah</i>	% Sukuk <i>Muḍārabah</i>
2002	1	175	0	1	0 %	100 %
2003	6	740	0	6	0 %	100%
2004	13	1,424	6	7	46 %	54%
2005	16	2,009	9	7	56 %	44%
2006	17	2,282	10	7	59 %	41%
2007	21	3,174	13	8	62%	38%
2008	29	5,498	19	10	66%	34%
2009	43	7,015	33	10	77%	23%
2010	47	7,815	36	11	77%	23%
2011	48	7,915	36	12	75%	25%
2012	54	9,790.4	39	15	72%	28%
2013	64	11.994.4	44	20	69%	31 %
2014	66	12.594.4	45	21	68%	32%

Sumber: Otoriti Perkhidmatan Kewangan

Berlandaskan jadual 1.1 bahawa perkembangan penerbitan sukuk mengalami peningkatan walaupun tergolong kecil. Pada awal penerbitan sukuk dikuasai oleh sukuk *Muḍārabah*, manakala semenjak tahun 2005 penerbitan sukuk *Ijārah* lebih banyak berbanding sukuk *muḍārabah*. Pada tahun 2009-2010 jumlah sukuk *Ijārah* mencecah 77% berbanding 23 % bagi sukuk *muḍārabah*.

Rajah 1.1 menunjukkan jumlah sukuk yang beredar bermula tahun 2002 hingga tahun 2014 yakni berjumlah 66 pelepasan sukuk dengan jumlah nilai Rp 12.594.4 milion.

Rajah 1.1: Graf Perkembangan Penerbitan Sukuk 2014



Sumber: Otoriti Perkhidmatan Kewangan (OJK)

1.2. Perumusan Masalah Kajian

Berasaskan huraian latar belakang permasalahan dan objektif kajian, maka pertanyaan-pertanyaan yang akan dicari jawapan melalui kajian ini ialah:

1. Ada berapa jenis risiko yang terdapat dalam sukuk dan bagaimana cara mengukur masing-masing risiko sukuk ?
2. Ada berapa jenis pulangan sukuk yang akan diterima pelabur dan bagaimana cara pengukuran pulangan sukuk?
3. Apakah ada perbezaan risiko dan pulangan antara Sukuk *Ijārah* dengan Sukuk *Muḍārabah* yang diterbitkan di Pasaran Modal Indonesia?
4. Apakah berlaku kaedah *al ghurm bil ghunm*, *al kharaj bi dhaman* pada sukuk *Ijārah* dan *Muḍārabah* yang diterbitkan di Pasaran Modal Indonesia?

5. Apakah risiko kredit, risiko kadar faedah, risiko kematangan, kadar kupon sukuk mempengaruhi pulangan sukuk yang diterbitkan di Pasaran Modal Indonesia?

1.3. Objektif Kajian

Dalam menjalankan kajian ini, peneliti telah mengenal pasti beberapa objektif yang dijangkakan dapat dicapai:

1. Menjelaskan jenis-jenis risiko sukuk dan mengenal pasti metod pengukuran risiko sukuk .
2. Menjelaskan jenis-jenis pulangan sukuk yang diterima pelabur dan menganalisis metod pengukuran pulangan sukuk.
3. Mengkaji perbezaan risiko dan pulangan antara Sukuk *Ijārah* dengan Sukuk *Mudārabah* yang diterbitkan di Pasaran Modal di Indonesia.
4. Menganalisis apakah berlaku kaedah *al ghurm bil ghunm*, *al-kharāj bi al-damān* pada sukuk *Ijārah* dan *Mudārabah* yang diterbitkan di Pasaran Modal Indonesia.
5. Menganalisis pengaruh risiko kredit, risiko kadar faedah, risiko kematangan, kadar kupon sukuk terhadap pulangan sukuk yang diterbitkan syarikat di Pasaran Modal Indonesia.

1.4. Skop Kajian

Oleh kerana pengkajian sukuk mempunyai banyak jenis, maka kajian ini hanya terhad menyelidiki sukuk *Ijārah* dan *Mudārabah* yang diterbitkan oleh syarikat di Pasaran Modal Indonesia bermula tahun 2009 dan masih beredar hingga tahun 2014, manakala kerana sebahagian sukuk sudah tempoh matang maka bagi keurgenan kajian ini diambil data sukuk yang diterbitkan pada tahun 2009 dan masih beredar (*outstanding*) hingga tahun 2014.

Data yang diperlukan tersedia di *Indonesia Bond Market Directory* (IBMD), diambil bermula kuartal dua tahun 2010 hingga kuartal dua tahun 2014.

Kajian ini bagi menjawab apakah risiko dan pulangan sukuk Muḍārabah lebih besar dari pada sukuk *Ijārah*, sehingga memenuhi kaedah *al-ghurm bil ghunm* atau semakin besar risiko akan semakin besar pulangan (*high risk high return*) yang akan diperolehi pelabur.

Selain itu kajian ini menyelidiki jenis-jenis risiko sukuk yang mempengaruhi pulangan sukuk. Jenis risiko sukuk yang mempengaruhi pulangan sukuk dalam kajian ini, adalah risiko kredit, risiko kematangan, risiko kadar faedah dan kadar kupon sukuk yang diterima pelabur. Risiko kredit diukur dengan penarafan sukuk, tempoh matang dengan kematangan sukuk, kadar faedah diukur kadar kadar faedah Sijil Bank Indonesia (SBI) yang dikenali dengan istilah *Irate* dan kupon diukur kadar pulangan sukuk dengan satuan nilai mata wang rupiah.

1.5. Kepentingan Kajian

Dapatan kajian ini dijangkakan dapat berguna bagi :

- a. Semua pihak yang mempunyai minat menambah pengetahuan tentang ciri-ciri sukuk, khususnya jenis risiko sukuk *Ijārah* dan sukuk Muḍārabah.
- b. Melengkapi pengetahuan mengenai jenis-jenis pulangan sukuk
- c. Melengkapi pengetahuan mengenai jenis-jenis risiko yang mempengaruhi pulangan sukuk .
- d. Sebagai alternatif langkah yang diambil oleh syarikat bagi memilih menerbitkan sukuk *Ijārah* atau Sukuk Muḍārabah.
- e. Sebagai pertimbangan pelabur guna mengambil keputusan dalam membeli sukuk korporat yang dikeluarkan di Indonesia.

- f. Kajian ini berguna bagi siswazah yang melakukan kajian tentang sukuk dan bagi merangsang penyelidikan selanjutnya.
- g. Memberi anjuran kepada semua pihak pelaku penerbitan sukuk korporat bagi mengembangkan jenis sukuk yang selarasi bagi syarikat dan pelabur yang memenuhi kaedah *al ghurm bi al ghunm* atau *high risk high return*.

1.6. Definisi Tajuk

Bagi mengelak dari berlakunya perselisihan faham dalam pemaknaan pada tajuk penyelidikan, maka peneliti akan memberikan definisi pemilikan seperti berikut:

Sukuk berasal dari bahasa Arab yang merupakan bentuk jama' dari Sakk yang membawa maksud yang sama dengan Sijil atau note.⁵

Bapepam dan LK dalam peraturan No.IX.A.13 tentang Penerbitan Efek Syariah mendefinisikan sukuk seperti berikut: "Efek Syariah berupa Sijil atau bukti pemilikan yang bernilai sama dan mewakili bahagian yang tidak tertentu (tidak terpisahkan atau tidak terbahagi (*syuyu'/undivided share*) atas:⁶

- Aset berwujud tertentu (*a'yan maujudat*)
- Nilai manfaat atas aset berwujud (*manafiul a'yan*) tertentu baik yang sudah ada mahupun yang akan ada.
- Perkhidmatan (*al-khadamat*) yang sudah ada mahupun yang akan ada
- Aset projek tertentu (*maujudat masyru' mu'ayyan*)
- Aktiviti pelabur yang telah ditentukan (*nasyath ististmarin khashah*)

Fatwa DSN-MUI Nomor 32 tahun 2002 tentang bon Islam, pengertian bon Islam adalah sesuatu sijil jangka panjang berasaskan prinsip syariah yang dikeluarkan

⁵ Nathif Jama Adam, "A Panacea for Convergence and Capital Market Development in The OIC Countries", 6 th International Conference on Islamic Economic Banking and Finance (Jakarta: 21-24 Nopembe 2005), p.372

⁶ Peraturan Bapepam dan LK di <http://www.bapepam.go.id>

syarikat kepada pemegang bon Islam yang mewajibkan syarikat membayar pulangan kepada pemegang bon Islam berupa berkongsi keuntungan/*margin/fee* serta membayar kembali dana bon Islam pada saat tempoh matang.

Risiko yang dihadapi sukuk adalah risiko kadar pulangan, risiko kredit, risiko inflasi, risiko tukaran mata wang asing, risiko harga, risiko kecairan, risiko kepatuhan syariah, risiko pasaran, risiko penarafan.

Pulangan sukuk dapat diukur dengan kadar kupon (*nominal yield*), *current yield*, *realized yield*, *horizon yield* dan *yield to maturity*. Pulangan sukuk dalam kajian ini adalah pulangan dalam bentuk *current yield* dan *yield to maturity*.⁷

Sukuk *al-Ijārah* merupakan sukuk yang diterbitkan menggunakan akad Ijārah, yakni akad pemindahan hak guna atas barangan atau perkhidmatan, tanpa diikuti dengan pemindahan pemilikan barangan atau perkhidmatan itu sendiri.

Sukuk Ijārah adalah sukuk yang diterbitkan berasaskan akad Ijārah, dan dapat diklasifikasikan menjadi tiga jenis:⁸

- a. Sukuk pemilikan aset berwujud yang disewakan, iaitu sukuk yang diterbitkan oleh pemilik aset tersebut dan mendapat dana dari hasil penjualan, sehingga pemegang sukuk menjadi pemilik aset tersebut.
- b. Sukuk pemilikan manfaat iaitu sukuk yang diterbitkan pemilik aset, dengan tujuan bagi menyewa aset/manfaat dari aset dan menerima wang sewa, sehingga pemegang sukuk menjadi pemilik manfaat dari aset.
- c. Sukuk pemilikan perkhidmatan iaitu sukuk yang diterbitkan dengan tujuan bagi menyediakan sesuatu perkhidmatan tertentu melalui penyedia perkhidmatan dan mendapati *fee* atas penyediaan perkhidmatan tersebut, sehingga pemegang sukuk menjadi pemilik perkhidmatan.

⁷ Eduardus Tandelilin, "Portofolio dan Investasi Teori dan Aplikasi", Edisi Pertama, (Yogyakarta:Penerbit Kanisius,2012), 269.

⁸ Tanya Jawab Surat Berhaga Syariah Kerajaan (Sukuk Kerajaan): Instrumen Kewangan Berbasis Syariah, Juni (2010), 14. Jakarta; www.dmo.or.id.

Sukuk Muḍārabah merupakan sukuk yang diterbitkan dengan akad Muḍārabah, yakni akad kerjasama antara dua rakan kongsi atau lebih, iaitu satu pihak seperti penyedia kepakaran. Keuntungan dari hasil kerjasama tersebut dibahagi berasaskan nisbah yang telah dipersetujui, sedangkan kerugian yang terjadi akan ditanggung sepenuhnya oleh pihak penyedia modal, terkecuali kerugian disebabkan oleh kecuaiannya penyedia kepakaran.

Sukuk Muḍārabah adalah sukuk yang mempresentasikan sesuatu projek atau aktiviti usaha yang urus tadbir berasaskan akad muḍārabah, dengan menunjuk salah satu rakan kongsi atau pihak lain seperti mudharib (pengelola usaha) dalam melakukan pertadbiran usaha tersebut.⁹

- **Pasaran Modal Islam**

Pasaran modal merujuk Kepres no. 60 tahun 1998, Pasaran Modal adalah Bursa yang merupakan wadah bagi mempertemukan penawar dan peminta dana tempoh panjang dalam bentuk efek atau sijil.

Pasaran modal merupakan pasaran bagi pelbagai instrumen kewangan jangka panjang yang mana diperdagangkan, sama ada dalam bentuk hutang mahupun modal pribadi.

Pasaran Modal Islam dapat diertikan pasaran yang memperdagangkan pelbagai instrumen kewangan sesuai dengan hukum Syarak, tiada unsur *ribā*, *maysir* dan *gharar*. Instrumen yang diperdagangkan di Pasaran Modal Islam antara lain saham dan bon Islam yang disebut juga dengan sukuk.¹⁰

Setakat ini, Sukuk yang diterbitkan di Pasaran Modal Indonesia masih menggunakan dua jenis akad, iaitu akad Ijārah dan akad Muḍārabah. Sebelum pelabur

⁹ *Ibid.*

¹⁰ *Ibid.*

membeli sukuk, ada dua hal yang mesti diambil kira iaitu pulangan dan risiko yang akan diperolehi dari sukuk tersebut.

Pulangan atau keuntungan sukuk *ijārah* berasal dari sewa sedangkan pulangan dari sukuk *Mudārabah* berupa *nisbah* berkongsi keuntungan korporat yang dibayarkan setiap period dengan kadar tetap atau turun naik. Risiko sukuk diukur penarafan (*rating*) sukuk bagi masing-masing korporat.

Pulangan sukuk adalah aliran tunai masuk yang akan diterima pelabur selama membeli sukuk hingga tempoh matang. Pulangan sukuk dapat diukur dengan *curent yield* (CY) serta *yield to maturity* (YTM)¹¹. *Curent yield* adalah pulangan tahunan yang diperolehi dari sukuk dan dikira dengan membagi pulangan *kupon* dengan harga pembelian. *Yield to maturity* (YTM) adalah pulangan yang akan diperolehi pelabur jika membeli sukuk pada harga pasaran dan disimpan hingga tempoh matang.¹²

Risiko adalah potensi terjadinya kerugian yang mesti ditanggung dalam pemberian kredit, pelaburan, atau urusan niaga lain yang dapat berbentuk harta, kehilangan keuntungan, kemampuan ekonomis antara lain kerana adanya perubahan kadar keuntungan, kebijakan kerajaan, dan kegagalan usaha.¹³

Risiko yang dihadapi pelabur kerana membeli sukuk antara lain risiko kredit, risiko kadar faedah, risiko kematangan, risiko tukaran mata wang asing, risiko inflasi, risiko kecairan, risiko kepatuhan syariah.

Risiko kredit diukur dengan penarafan, risiko kematangan diukur dengan umur sukuk, risiko kadar faedah Sijil Bank Indonesia (SBI) yang dikenali dengan istilah *I-rate*, risiko kecairan diukur dengan kekerapan dan volume perdagangan sukuk di pasaran sekunder.

- Peringkat Penyelidikan

¹¹Jaka E.Cahyana, *Langkah Taktis Metodel Berinvestasi di Bon*, (Jakarta:Penerbit PT. Elex Media Komputindo Gramedia,2004), 249.

¹² Ibid. p. 251

¹³ Ahmad Ifham Sholihin, *Buku Pintar Ekonomi Syariah*, (Jakarta: PT. GramediaPustaka Utama,2002), p.735

Dalam amalannya kajian ini dilakukan dengan dua peringkat, iaitu:

Pertama, melakukan analisis komparatif dengan membandingkan antara pulangan pada sukuk Ijārah dan Sukuk Muḍārabah. Selanjutnya perbandingan antara risiko sukuk Ijārah dan risiko sukuk Muḍārabah.

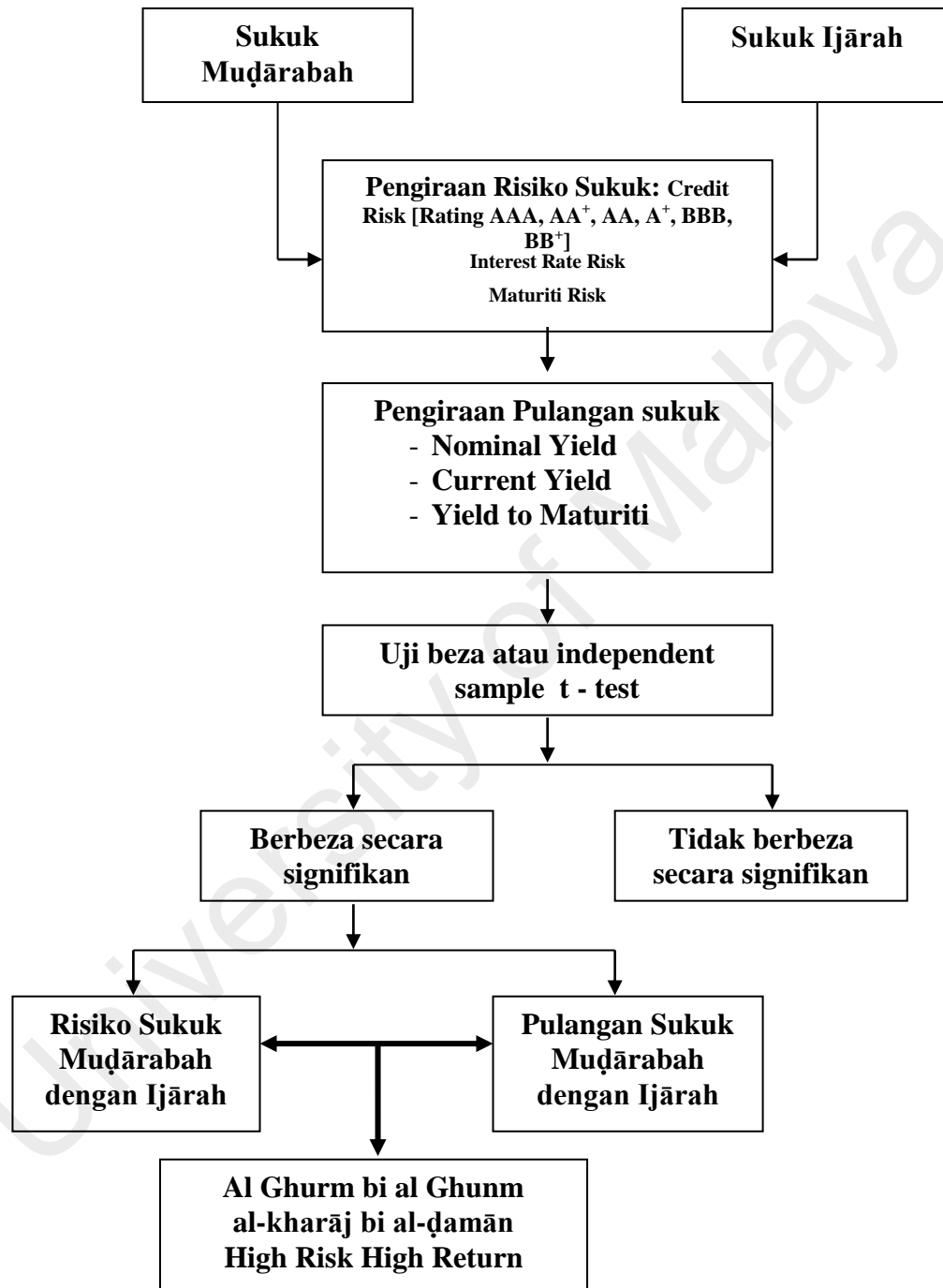
Kedua, menganalisis pengaruh risiko kredit, risiko kadar faedah, risiko kematangan dan bilangan kadar kupon sukuk ke atas pulangan sukuk.

University of Malaya

Aliran kajian ini, dijelaskan pada rajah 1.1 dan rajah 1.2

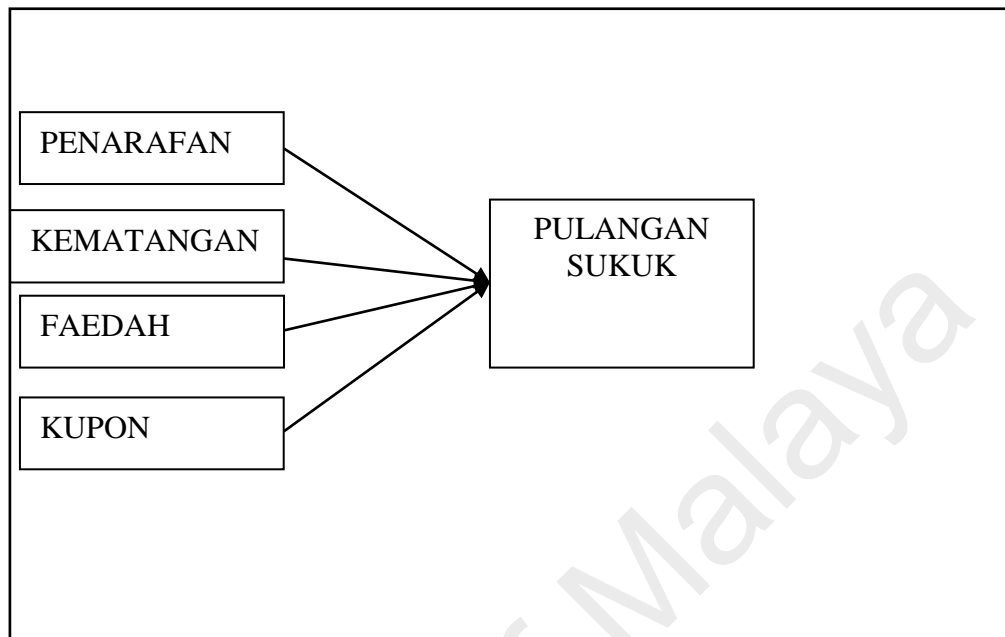
Rajah:1.2 Aliran Kajian

Aliran Kajian



Peringkat kedua: melakukan analisis pengaruh risiko kredit, risiko kematangan, kadar faedah dan kadar kupon ke atas pulangan sukuk.

Rajah 1.3 : Skema Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Pulangan (YTM)



1.7 Kajian Lepas

Sukuk merupakan instrumen kewangan yang unik kerana mempunyai struktur dan ciri yang berbeza dengan bon konvensional mahupun saham, sehingga risiko yang dihadapi juga berbeza.

Pelbagai kajian sukuk telah dilakukan, berkenaan dengan faktor mengapa penerbit mesti memilih sukuk dari bon konvensional, serta apakah sukuk akan memberikan pulangan yang lebih besar dan risiko yang lebih kecil berbanding bon konvensional. Dengan cepatnya perkembangan kewangan Islam banyak syarikat memilih menerbitkan sukuk selain bon konvensional bagi menambah modalnya.

Kajian Weill.L., & Godlewski.C (2012), melakukan kajian mengapa syarikat yang besar lebih memilih menerbitkan sukuk melebihi bon konvensional terdapat tiga faktor penentu yang mempengaruhinya, iaitu:¹⁴ klasifikasi pinjaman berkenaan dengan nilai dan tempoh matang pinjaman, klasifikasi syarikat menunjukkan bahawa syarikat yang

¹⁴Weill.L., & Godlewski.C, "Why do Large Firms go for Islamic Loans?", BOFIT Discussion Paper No. 7/2012.(Bank of Finland, 2012, 19.

lebih kecil cenderung menerbitkan sukuk berbanding syarikat besar, ciri-ciri kerajaan diukur dengan kualiti institusi terhadap aturan hukum.

Faktor penentu banyaknya pinjaman pada instrumen Islam berhubung kait dengan fasiliti, syarikat, penarafan bon kerajaan.

Dapatan kajian mendapati bahawa faktor penentu yang mempengaruhi pilihan pinjaman Islam adalah *religiosity*, indikator kepatuhan umat muslim dan kualiti institusi serta perkembangan kewangan Islam mempunyai peranan yang urgen bagi syarikat besar bagi menggunakan pinjaman yang bersesuaian dengan prinsip syariah.

Dapatan kajian Nagano Mamora (2013), bahawa penerbit lebih memilih sukuk dari pada bon konvensional atau lainnya. Alasan syarikat menerbitkan sukuk bukan kerana ketersediaan dana internal dan kos maklumat. Penerbitan sukuk dapat meningkatkan pulangan saham lebih besar dari pada penerbitan bon konvensional sehingga dapat meningkatkan pulangan bagi pemegang saham. Syarikat lebih menyukai menerbitkan sukuk kerana memberikan manfaat yang unik manakala pembiayaan eksternal konvensional tidak tersedia.¹⁵

Tahmoures A. Afshar (2013), melakukan kajian dengan perbandingan antara sukuk dan bon konvensional dari aspek struktur, risiko, dan pulangan. Perbezaan asas struktur sukuk dengan bon konvensional terletak pada aset pendasar, sebab sukuk mempunyai aset tertentu seperti pendasarnya sedangkan bon konvensional tidak mempunyai aset pendasar pada saat penerbitan. Syarikat dan pelabur dapat memilih salah satu instrumen kewangan walaupun keduanya mempunyai perbezaan yang asas kerana sukuk merupakan instrumen berasaskan equiti (*equity-based*) sedangkan bon berasaskan hutang (*debt-based*). Sukuk memberikan pulangan yang lebih besar dan risiko yang lebih kecil dari bon konvensional kerana ada jaminan dari aset pendasar

¹⁵Nagano Mamora “ Who Issues Sukuk and Why? An Analysis of Islamic Bond Issuing Determinants/2013), 21. www.qass.org.uk/MINE/2013_pdf_files/9th/Nagano_2013.pdf.

(*underlying asset*). Oleh itu, sukuk merupakan pilihan ideal bagi syarikat dan pelabur yang patuh pada prinsip-prinsip kewangan Islam.¹⁶

Merujuk Rodney Wilson (2005), prinsip asas penerbitan sukuk didefinisikan seperti berikut:¹⁷

- Semua hak dan tanggungjawab mesti didefinisikan dengan pemilikan
- Pulangan sukuk mesti berkenaan dengan projek yang dibiayai oleh penerbitan sukuk
- Sukuk mesti dijamin/ disokong oleh aset nyata (*real aset*)
- Sukuk yang diterbitkan melalui *Special Purpose Vehicle* (SPV), yang berfungsi sebagai penerbit bagi penerbitan sukuk.
- Pulangan sukuk dikira dengan menggunakan pulangan yang dijangkakan dari projek, bukan berasaskan kadar faedah pasaran.

Merujuk Iqbal dan Mirakhor (2007), cabaran dalam mengembangkan pasaran sukuk antara lain:¹⁸

- Institusi dengan saiz kecil sukar menerbitkan sukuk, tidak semua bank Islam dapat menerbitkan sukuk kerana kurangnya aset dengan saiz yang besar.
- Efisiensi kos penerbitan sukuk menjadi faktor utama sebuah syarikat memilih menerbitkan sukuk berbanding dengan bon konvensional.
- *Floating rate* sukuk, harga sukuk berasaskan pada penanda aras (*benchmark*) konvensional sehingga dari pihak penerbit tidak ada keunggulan kos dalam menerbitkan sukuk.
- Pelabur institusi dan bank cenderung menyimpan sukuk hingga tempoh matang kerana pasaran sekunder tidak cair (*illiquid*) sehingga boleh mengurangkan kos transaksi.

¹⁶Tahmoures A. Afshar, "Compare and Contrast Sukuk (Islamic Bond) with Conventional Bonds, Are they Compatible?", The Journal of Global Business Management Volume 9, No. 1, February, (2013), 44.

¹⁷Rodney Wilson (2006), "Innovation in Structuring of Islamic Sukuk Securities", Lebanese American University, 2nd Banking and Finance International Conference, Islamic Banking and Finance, Beirut, 23- 24 February

¹⁸Zamir Iqbal and Abbas Mirakhor (2007), "An Introduction to Islamic Finance-Theory and Practice", (Handbook, New Jersey: Wiley Finance Editions, John Wiley & Sons, Inc.), 387.

Kajian yang dilakukan oleh Ali Arsalan Tariq (2004) dengan tajuk: *Managing Financial Risk of Sukuk Structures*, menjelaskan bahawa risiko yang terdapat pada struktur sukuk mencakupi risiko kadar faedah, risiko nilai tukar mata wang asing, risiko kredit, risiko operasional, risiko kemungkiran dan risiko pembayaran kupon, dan risiko kepatuhan syariah.¹⁹

Penyelidikan Saiful Rozly (2010) dengan tajuk, *Risk-return analysis of Islamic Bank investment deposit and shareholders fund*, membandingkan pulangan yang diterima pelabur muḍārabah deposit dengan penabung tetap (*fixed deposit*) selain akad muḍārabah. Pulangan yang diterima dari muḍārabah deposit lebih tinggi dari pada penabung selain muḍārabah. Dapatan ini menunjukkan bahawa kontrak muḍārabah mempunyai risiko yang lebih besar sehingga pulangan yang dijangkakan juga semakin tinggi.²⁰

Hasan, K.A.(2012) melakukan kajian dengan tajuk: *Comparison between Sukuk and Conventional Bonds: Value at Risk approach*, dengan perbandingan antara risiko portfolio sukuk dan portfolio bon konvensional dari penerbit yang sama. Penilaian risiko portfolio sukuk dan bon konvensional menggunakan *Value at Risk* (VaR). Kesimpulannya, bahawa portfolio sukuk lebih berisiko dari bon konvensional kerana berkenaan dengan ciri-ciri kewangan Islam. Penambahan sukuk pada *portfolio* bon konvensional memberikan pulangan yang lebih tinggi.²¹

Dapatan kajian Tim Studi Minat Syarikat penerbit sukuk di Pasaran Modal (2009), mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi minat syarikat dalam menerbitkan sukuk di Pasaran Modal Indonesia. Terdapat dua faktor yang mempengaruhi minat penerbit, iaitu faktor utama dan faktor tambahan. Faktor utama mencakupi faktor eksternal, faktor

¹⁹Ali Arsalan Tariq, "Managing Financial Risk of Sukuk Structures", Master of Science at (Loughborough University, UK, SSRN-id2215194,2004), 43.

²⁰Saiful Rozly (2010), "Risk-Return Analysis of Islamic Bank investment deposit and shareholders Fund", www.SES.AC.Ir/files/takmili/Islamic.com, (2010), 10.

²¹Hasan,K.A.," Comparison between Sukuk and Conventional Bonds: Value at Risk approach", Master thesis, (Westminster University, UK, 2012), 28.

internal, dan peraturan, manakala faktor tambahan terdiri dari faktor kos dan faktor prioritas pembiayaan bagi penerbit.²²

Dapatan kajian menyimpulkan bahawa faktor yang paling memberikan keberkesanan minat syarikat bagi menerbitkan sukuk adalah faktor eksternal, faktor peraturan dan faktor internal. Faktor eksternal, mencakupi faktor kelebihan kecairan di pasaran, perlakuan cukai sukuk, potensi pasaran dalam menyerap sukuk dan faktor ketersediaan profesi dan institusi penunjang pasaran modal yang paham prinsip-prinsip syariah.

Faktor peraturan yang paling mempengaruhi korporat bagi menerbitkan sukuk adalah keterbukaan informasi yang dipersyaratkan berkait penerbitan sukuk. Faktor internal yang berpengaruh adalah kurangnya kepakaran yang memahami perkara yang bercanggah dengan prinsip syariah di pasaran modal.

Sebahagian besar syarikat masih memberikan keutamaan tertinggi dalam pembiayaan dengan menerbitkan sukuk. Sementara itu, faktor kos penerbitan sukuk yang diduga lebih mahal berbanding dengan kos penerbitan bon konvensional, realitinya kos penerbitan sukuk tidak lebih mahal berbanding kos penerbitan bon konvensional.²³

Noriza binti Mohm Saad dan Nor Edi Azhar (2010), membuat kajian mengenai pengaruh ciri-ciri sukuk terhadap sukuk *yield*. Ciri-ciri sukuk iaitu jenis sukuk, penerbit, tempoh matang, penarafan, pembayaran, terhadap *yield* sukuk. Dapatan kajian ini menunjukkan bahawa ciri-ciri sukuk: tempoh matang, penarafan, jenis sukuk, pembayaran dapat mempengaruhi *yield* sukuk secara yakin.²⁴

Kajian sama oleh Peter.J, Arlyana.A dan Tora E.S (2011) dengan tajuk, " Analisis Perilaku Indikator Debt Market", bahawa faktor-faktor yang mempengaruhi *pulangan*

²²Tim Studi Minat Syarikat Penerbit Sukuk di Pasaran Modal, "*Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Minat Syarikat Penerbit Sukuk dalam Menerbitkan Sukuk di Pasaran Modal*", Departemen Kewangan Republik Indonesia Badan Pengawas Pasaran Modal dan Institusi Kewangan (BAPEPAM-LK,2009), 46.

²³ *Ibid.*

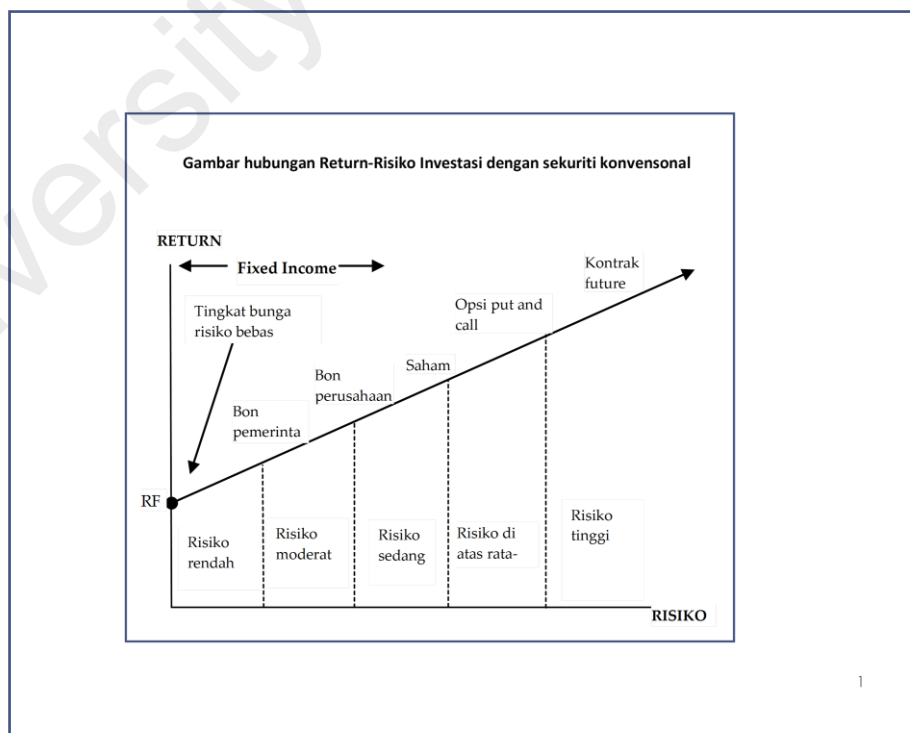
²⁴ Noriza binti Mohm Saad dan Nor Edi Azhar , "*Sukuk in Malaysian Capital Market*", 3 rd International Confrence on Business and Economic Research, (Bandung: 12-13 March 2012), 3118.

bon global korporat, iaitu: *current ratio*, *net profit margin*, *return on equity* dan inflasi.²⁵

Bagi melakukan kajian apakah instrumen kewangan Islam mempunyai gelagat risiko dan pulangan seperti pada instrumen kewangan konvensional, yang mempunyai kaedah semakin tinggi risiko maka akan semakin tinggi pula pulangan (*high risk high return, low risk low return*).

Siegel (1992), telah melakukan kajian pada saham dan bon konvensional di Amerika bermula tahun 1802 hingga 1990. Hubungan risiko dan pulangan saham dengan bon konvensional merujuk dapatan kajian ini, menunjukkan bahawa pulangan saham lebih tinggi dari pada pulangan bon konvensional. Kelebihan pulangan saham atas pulangan bon konvensional disebut *equity premium*. Salah satu faktor yang menyebabkan terjadinya fenomena *equity return* tersebut adalah risiko saham lebih tinggi dari risiko bon.²⁶

Rajah 1.4 : Hubungan Risiko ke atas Pulangan pada Sekuriti Konvensional



Sumber: Fabozzi (2004)

²⁵ Peter Jacobs, Arlyana Abubakar, Tora Erita Siallagan, " *Analisis Perilaku Indikator Debt Market*", Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan, (Bank Indonesia, 2011), 362.

²⁶ Siegel, Jeremy J., " *Does It Pay Stock Investors to Forecast the Business Cycle?*", Journal of Portfolio Management 18, (1) 1992, 28-38 dalam Tandelilin, (2010), 10-11.

Prinsip ini juga terdapat dalam konsep kewangan Islam bahawa pulangan mesti sebanding dengan risiko yang dikongsi (*al-ghurm bi al-ghunm* atau *al-kharāj bi al-damān*).

Merujuk kajian Blume dan Keim (1991), pulangan pada *low-grade bond* bagi tempoh panjang melebihi pulangan *high grade bond* sama ada bon korporat dan bon kerajaan. Maka semakin rendah penarafan bon maka pulangan atau *yield* bon juga semakin kecil. Manakala volatiliti *low grade bond* bagi tempoh panjang lebih kecil dari pada *high grade bond* korporat dan bon kerajaan (*goverment bond*). Rendahnya volatiliti konsisten dengan jangka masa yang lebih pendek dari *low grade bond* berbanding bon lainnya.²⁷

Kajian ini mengkaji risiko dan pulangan *low grade bond* tempoh panjang 1977-1989. Dapattannya diperolehi bahawa pulangan *low grade bond* lebih tinggi dari pada *high grade bond* dan lebih rendah dari saham biasa.

Tidak ada hubung kait antara tempoh *low grade bond* terhadap pulangan bon, manakala tempoh bon berkaitan dengan *kemungkiran* bon. *Low grade bond* mempunyai perilaku seperti bon dan saham serta tidak ada bukti bahawa *low grade bond* secara sistematik di bawah harga atau di atas harga (diskon atau premium).

Kajian Bradford.C dan Kevin.G (1991), menjelaskan pulangan *low-grade bond* dalam waktu tempoh panjang hampir sama dengan pulangan pada indeks dari *high-grade bond*. Manakala risiko kedua bon tersebut sukar untuk dinilai, kerana jangka masa lebih pendek, maka *low grade bond* kurang meruap terhadap pergerakan kadar faedah dari pada *high-grade bond*. Disisi lain *low-grade bond* lebih meruap terhadap perubahan harga saham dari pada *high-grade bond*, manakala perbandingan risiko dan pulangan antara *low-grade bond* dengan *high bond* secara statistik tidak berbeza.²⁸

²⁷ Marshall E. Blume and Donald B. Keim , "Risk and Returns of Low-Grade Bond: an update", Rodney L. White Center for Financial Research, The Wharton School University of Pennsylvania, (Philadelphia,1991), 6.

²⁸ Bradford. C and Kevin. G , " The Investment Performance of Low-Grade Bond Fund", The Journal of Finance.Vol. 46, No.1, (Maret,1991), 29.

Merujuk Ola Al-Sayed (2013), ciri utama kewangan Islam adalah unsur risiko yang berkaitan dengan pulangan yang halal dan pulangan yang haram kerana berkait rapat dengan *ribā*. Ketidakpastian senantiasa digunakan bagi menunjukkan risiko, yang akan muncul dalam urus niaga. Risiko kewangan Islam mempunyai ciri yang unik dan khas.

Penyelidikan ini bertujuan bagi mengkaji konsep, makna, sumber dan mekanisme yang digunakan bagi mengawal risiko yang tumpuannya pada perspektif Islam dan aturan Syariah yang berkaitan dengan risiko. Juga mengkaji apakah risiko sukuk lebih kecil dari pada risiko bon konvensional, dan seberapa urgen strategi konvensional dapat digunakan bagi mengukur dan mengawal risiko sukuk.²⁹

Risiko sukuk dapat dibezakan menjadi dua kategori, iaitu risiko sistematik dan risiko tidak sistematik. Risiko sistematik adalah risiko yang tidak dapat dihilangkan dengan kepelbagaian aset, sedangkan risiko tidak sistematik merupakan risiko yang dapat dihilangkan dengan kepelbagaian aset. Pengurusan risiko merupakan bahagian utama dari perencanaan kewangan dan merupakan bahagian yang mana risiko dinilai, dikendalikan dan diukur. Risiko instrumen kewangan konvensional dikelola melalui instrument derivatif seperti *option, future, forward*. Risiko dalam kewangan Islam dikelola tanpa menggunakan instrumen derivatif dan bebas dari faedah. Semua ini menyebabkan pengurusan risiko kewangan Islam hanya lebih sukar dan dalam amalannya tidak melanggar prinsip-prinsip syariah.³⁰

Sebahagian besar permasalahan sukuk bermula dari pada kerajaan berkembang dengan pasaran modal tidak efisien dan mekanisme pengurusan risiko yang kurang cermat. Sukuk beroperasi di lingkungan kewangan konvensional dan mesti memberikan dapatan yang halal dan bersesuaian dengan yang ditawarkan institusi kewangan

²⁹ Ola Al-Sayed, “*Sukuk Risk: Analysis and Management*”, European Journal of Applied Social Science Research (EJASSR), Vol-1, Issue 3 (December, 2013), 67.

³⁰ Nanaeva, Zhamal. K (2010), “*How Risky Sukuk are: Comparative Analysis of Risks Associated with Sukuk and Conventional Bonds*”, (The British University in Dubai, 2010), 20.

konvensional. Pada saat yang sama sebahagian pengurusan risiko instrumen konvensional dilarang dalam prinsip kewangan Islam.

Para sarjana syariah berpendapat bahawa sebahagian besar inovasi sukuk semasa merupakan adaptasi dari produk konvensional, manakala kewangan Islam mesti dikembangkan dengan baik, sehingga instrumen kewangan Islam sepenuhnya memenuhi persyaratan syariah serta peraturan pasaran modal Islam.

Nanaeva, Zhamal. K (2010), mengkaji jenis risiko sukuk dan menganalisis daya saing sukuk berbanding bon konvensional di pasaran modal. Kesimpulannya bahawa *Value at Risk* (VaR) sukuk lebih besar berbanding bon konvensional. Ertinya, risiko sukuk lebih besar dari pada bon konvensional, kerana pelabur menyimpan sukuk hingga tempoh matang, akibatnya risiko kecairan pada sukuk lebih besar.³¹

AAIOFI mengiktiraf empat belas jenis sukuk, tetapi hanya tujuh sukuk yang terkenal dan sering diterbitkan, iaitu: Sukuk *Musyārahah*, *Ijārah*, *Muḍārabah*, *Murābahah*, *Salam*, *Istiṣna'*, Hybrid Sukuk.³²

Manakala di Indonesia baru menerbitkan hanya dua jenis sukuk, iaitu Sukuk Muḍārabah dan Sukuk Ijārah. Penerbitan Bon Islam pertama kali di Indonesia pada tahun 2002, oleh PT. Indosat menggunakan akad Muḍārabah. Penerbitan sukuk di Indonesia hingga tahun 2013 baru mencecah 52 emisi sukuk, 22 sukuk telah dilunaskan berbaki 32 sukuk masih beredar di pasaran. Jumlah syarikat yang tersenarai di Pasaran Modal Indonesia sebanyak 515 syarikat tetapi yang menerbitkan sukuk hanya 28 syarikat sahaja atau hanya 5,45% dari keseluruhan syarikat di Pasaran Modal Indonesia dengan nilai emisi Rp 9,790.4 milion. Penerbitan bon konvensional hingga tahun 2012 oleh 35 syarikat telah mencecah emisi Rp 43,01 trilion. Berbanding dengan bon konvensional maka nilai emisi sukuk hanya mencecah 3,43 %.³³

³¹ *Ibid.*, 54.

³² Junaid Haider & Muhammad Azhar “ *Islamic Capital Market: Sukuk and Its Risk Mangement*”, essay.se.umu.diva.portal.org, (2010), 35.

³³ Tim Kajian Simplikasi Penerbitan Efek Syariah /sukuk, Badan Pengawas Pasaran Modal dan Institusi Kewangan (BAPEPAM LK,2012), 2.

Kajian bon Islam di Indonesia baru dimulai beberapa tahun terakhir. Roikhan (2008) melakukan kajian dengan tajuk, “Tinjauan Komparatif Bon Syariah (*Islamic Bond*) antara Indonesia dan Malaysia, kajian ini mendapati bahawa perkembangan bon Islam di Indonesia dapat mengikuti perkembangan bon Islam di Malaysia apabila Indonesia melakukan kebijakan, iaitu:³⁴

- Menerbitkan sukuk kerajaan sebagai tanda aras (*benchmark*) bagi bon Islam yang diterbitkan oleh syarikat.
- Menurunkan kadar faedah dengan menetapkan kadar faedah Sijil Bank Indonesia (SBI) yang rendah.
- Memberikan insentif cukai kepada pelaku pasaran bon Islam dengan mengurangkan kadar cukai.
- Menerbitkan Surat Berharga Syariah Kerajaan atau Sukuk yang diterbitkan Kerajaan.

Al-Amin (2007) mengidentifikasikan permasalahan-permasalahan sukuk antara lain:³⁵

- Jaminan oleh pihak ketiga dalam struktur sukuk Ijārah bagi menjaga pelabur yang masih diperdebatkan oleh pakar syariah.
- Kaedah transaksi jual dan sewa balik (*sale and lease back*) pada sukuk ijārah yang dianggap seperti bentuk lain *bay' al-wafa*, *bay' al-Istighlāl*, atau *bay' al-'inah* yang masih diperdebatkan dikalangan pakar syariah.
- Penetapan harga sukuk Ijārah berasaskan LIBOR, sehingga keuntungan tidak mewakili pembayaran sewa aset dasar (*underlying aset*) tetapi mewakili kadar faedah.

³⁴ Roikhan Mochamad Aziz (2008), “Tinjauan Komparatif Bon Syariah Antara Indonesia dan Malaysia: Pendekatan System Dynamics, (Disertasi, UIN-Jakarta, 2008), 11.

³⁵ Muhammad al Bashir Muhammad al-Amine, “The Islamic Bond Market: Possibilities and Challenges”, International Journal of Islamic Financial Services, Vol.3 No.1.(2000), 1.

- Pada sukuk Musharakah, ada jaminan pengembalian modal oleh salah satu pihak yang mana dalam perjanjian musharakah merujuk hukum Islam dalam amalannya seperti itu tidak dibolehkan..
- Belum ada model penarafan (*rating*) sukuk yang khas.

Wahdy.A (2007), perbandingan antara risiko dan pulangan sukuk dan bon konvensional di Pasaran Sekunder, period 2004-2006. Analisis data menggunakan besaran HPY, standar deviasi *Holding Period Yield* (HPY), *Yield to maturity* (YTM) dan *Risk Adjusted Pulangan* (RAR). Dapatan kajian ini menunjukkan bahawa sukuk memberikan pulangan yang cukup tinggi 16.28 %. Manakala berbanding dengan bon konvensional, maka pulangan dan risiko sukuk dengan bon konvensional tidak terdapat perbezaan yang kentara. Begitu juga pulangan dan risiko antara sukuk Ijārah dengan Sukuk Muḍārabah tidak ada perbezaan yang kentara.³⁶

Yayuk Sri Wahyuni (2011) dengan tajuk, Analisis Perbandingan Pulangan dan Risiko Sukuk dengan menggunakan Harga Pasaran dan Harga Patut. Objek kajian adalah sukuk yang diterbitkan di Indonesia period 2009-2011 dengan menggunakan besaran *Holding Period Yield* (HPY), standar deviasi *Holding Period Yield* (HPY), *Yield to maturity* (YTM) dan *Risk Adjusted Return* (RAR). Dapatan kajian menunjukkan terdapat perbezaan yang signifikan antara pulangan dan risiko sukuk dengan menggunakan harga pasaran dan harga patut.³⁷

Taufiq dan Hurriyatul (2010), membuat kajian tentang model penilaian Sukuk dengan pendekatan Gordon Model dan *Cash Flow* ternyata dapatannya sama dengan model penilaian konvensional. Sehingga pulangan sukuk dengan bon konvensional dapatannya sama dan penentuan pulangan sukuk juga sama dengan bon konvensional

³⁶Wahdy.A, “*Perbandingan Risiko dan Kadar pulangan Sukuk dan Bon Konvensional di Pasaran Sekunder*” ,Study Kasus di Bursa Efek Surabaya 2004-2006, (Universitas Indonesia, 2007), 1.

³⁷Yayuk Sri Wahyuni , “ *Analisis Komparasi Kadar pulangan dan Risiko Sukuk dengan Menggunakan Harga Pasaran dan Harga Patut* “(Studi Kasus pada Sukuk yang diterbitkan di Indonesia period 2009-2011), (Tesis Master, UI, 2011), 123-124.

menggunakan tanda aras (*benchmark*) kadar faedah iaitu *London Inter Bank Offered Rate* (LIBOR).

Semestinya pulangan sukuk Ijārah tidak menggunakan kadar faedah LIBOR tetapi menggunakan rujukan seperti harga aset sebenarnya (*real asset*), harga sewa atau perkhidmatan sejenisnya. Bagi menetapkan sukuk Muḍārabah, *benchmark* kadar faedah LIBOR dapat digunakan jangkaan keuntungan dengan menggunakan *Return On Investment*.³⁸

Kajian Selim Cakir and Faezeh Raei (2007), perbandingan antara sukuk dengan *eurobond* mendapatkan korelasi pulangan sukuk dengan bon lebih kecil dari pada korelasi bon konvensional dengan bon lainnya.

Sukuk menawarkan pulangan yang lebih rendah berbanding bon konvensional. Transaksi sukuk di pasaran sekunder juga tidak cair berbanding dengan bon konvensional. Rendahnya kecairan sukuk di pasaran sekunder akan menyebabkan lebih besar risiko bagi pelabur, yakni risiko kecairan sehingga harga sukuk lebih turun naik.³⁹

Dapatan kajian Dewi Rahmawati (2011), dengan tajuk “ Perbandinga bon Islam Ijārah dan bon konvensional period 2007-2010. Dapatan kajian bahawa pulangan (*nominal yield*) sukuk Ijārah lebih besar dari pada bon konvensional. Manakala secara statistik perbandingan pulangan (*nominal yield*) antara kedua bon tidak signifikan. maka tidak ada perbezaan prestasi antara bon Islam Ijārah dengan bon konvensional. Dapatan pengiraan purata *yield to maturity* bon konvensional 8,93% dan *yield to maturity* bon Islam Ijārah 4,13 %. sehingga dapat diertikan bahawa secara absolut nilai purata *yield to maturity* bon konvensional lebih baik dengan *yield to maturity* bon Islam Ijārah, manakala secara statistik dapatannya tidak signifikan. Berasaskan *current yield* bagi bon konvensional nilai nya 10.53% dan bon Islam Ijārah sebesar 12 %. Secara absolut

³⁸Taufiq TJ dan Hurriyatul M (2010), “*Modelling Valuation of Sukuk in Indonesia*”, Sharia Economic Days (Second), International Conference on Islamic Economics and Finance: Sukuk and Development Challenge in Indonesia, FE-UI, (Jakarta, 2 Februari 2010), 11.

³⁹Selim Cakir and Faezeh Raei , “*Sukuk vs Eurobonds: Is There a Difference in Value-at-Risk?*”, IMF Working Paper, WP/07/237, (2007), 12.

current yield bon Islam Ijārah lebih besar dari pada bon konvensional, manakala secara statistik tidak signifikan. Manakala *realized return* bon konvensional sebesar 53.5% dan sukuk Ijārah sebesar 40.3 % dan uji statistiknya signifikan.⁴⁰

Merujuk dapatan kajian Ravindra, Shanmugam dan Mohm Hanif (2011) dengan tajuk, “*Relative Risk of Islamic Sukuk Over Government and Conventional Bonds*”, dengan perbandingan antara risiko relatif antara Sukuk dengan bon kerajaan dan bon konvensional. Dapatan kajian menunjukkan bahawa risiko Sukuk Korporat lebih besar dari bon kerajaan manakala berbanding dengan bon konvensional risikonya lebih kecil. Namun begitu pulangan bon korporat lebih besar dari sukuk dan bon kerajaan.⁴¹

Jadual 1.2 : Perbandingan *Yield Goverment Bond*, Sukuk dan *Corporate Bond*

	Government Bond	Sukuk	Corporate Bond
Coupon or Profit (%)	3,96	4,79	6.79
-Standard Deviation	1,29	0,92	1.82
-Sharpe Ratio	3.07	5.21	3.73
Yield (%)	3.88	4.24	5.53
-Standard Deviation	0.50	0.85	1.19
- Sharpe Ratio	7.76	4.99	4.65
Duration	1.74	2,84	2.90
-Standard Deviation	2.25	1.85	1.89
- Sharpe Ratio	0.77	1.54	1.53
Konveksiti	9.28	14.10	14.98
-Standard Deviation	21.68	14.67	17.74
-Sharpe Ratio	0.43	0.96	0.84

Sumber: Ravindra, Shanmugam dan Mohm Hanif (2011)

Maka kesimpulannya, bahawa:

- Risiko bon korporat lebih besar dari sukuk dan risiko sukuk lebih tinggi dari bon kerajaan.

⁴⁰ Dewi Rahmawati, ” *Komparasi Prestasi Bon Konvensional dan Bon Syariah Ijarah period 2007-2010*, Jurnal El-Dinar , Vol.1 (Januari, 2013), 56.

⁴¹ Ravindra Ramasamy, Shanmugam Munisamy, Mohd Hanif Mohm Helmi, “*Relative Risk of Islamic Sukuk Over Government and Conventional Bonds*”, Global Journal of Management & Business Research, volume 11, Issue.6, version 1.0, (2011), 11.

- Pulangan bon korporat lebih besar dari sukuk dan pulangan Sukuk lebih besar dari bon kerajaan.

Berasaskan dapatan kajian Ravindra, dkk (2011), dapat disimpulkan bahawa semakin tinggi risiko instrumen pasaran modal maka pulangannya semakin besar. sehingga dapatan kajian ini sesuai dengan konsep *high risk high return*.

Dapatan kajian yang dilakukan Suhenda (2010) dengan tajuk, “*Muḍārabah Financing in Sharia Capital Market*”, membuktikan bahawa pembiayaan muḍārabah melalui sukuk muḍārabah tidak dapat memberikan pulangan yang tinggi sebagaimana pada sukuk Ijārah. Manakala sukuk muḍārabah dapat menciptakan nilai tambah ekonomi (*economic value added*) yang paling tinggi diantara pelbagai sukuk dan instrumen pembiayaan yang diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia.

Pulangan yang diperolehi sukuk Muḍārabah lebih rendah dari sukuk Ijārah, manakala pulangan sukuk Muḍārabah tetap lebih tinggi dari pada sukuriti konvensional lainnya. Oleh kerana itu, ahli kewangan berpendapat bahawa sukuk Ijārah adalah instrumen pembiayaan yang menempati pilihan pertama dan sukuk Muḍārabah ditempatkan seperti pilihan kedua dari lima instrumen yang diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia, iaitu sukuk Ijārah, sukuk Muḍārabah, *conventional bond*, *conventional share* dan *conventional mutual fund*.⁴²

Dapatan survei dari tujuh belas institusi kewangan Islam yang dilakukan oleh Khan dan Habib (2001) menegaskan bahawa institusi kewangan Islam mesti memahami beberapa risiko yang bersumber dari pada simpanan pelaburan bagi dapatan yang berbeza dengan institusi kewangan konvensional. Manakala dapatan kajian tentang risiko pada masing-masing akad dalam perbankan Islam, seperti berikut.⁴³

⁴² Suhenda, “*Mudharabah Financing in Sharia Capital Market*”, Desertasi UIN Syarif Hidayatullah Jakarta, Program Pasca Sarjana, (2010), 256-257.

⁴³ Tariqullah, Khan & Habib, Ahmed, “*Risk Management Analysis of Issues in Islamic Financial Industry*”, (Jedah : Islamic Research and Training Institute (IRTI), Islamic Development Bank Group, 2001), 64.

Jadual 1.3: Risiko Kredit, Risiko Tambahan Keuntungan, Risiko Kecairan dan Risiko Operasi pada Produk Bank Islam

Produk	Risiko Kredit	Risiko Tambahan Keuntungan	Risiko Kecairan	Risiko Operasi	Risiko Purata
Murābahah	2.56	2.87	2.67	2.93	2.76
Muḍārabah	3.25	3.00	2.46	3.08	2,95
Musyārahah	3.69	3.40	2.92	3.18	3,30
Ijārah	2.64	2.92	3.10	2.90	2,89
Bay‘ Istiṣna‘	3.13	3.57	3.00	3.29	3,25
Bay‘ Salam	3.20	3.50	3.20	3.25	3,29
Musyārahah Mutanaqisah	3.33	3.40	3.33	3.40	3,37

Sumber: Tariqullah, Khan & Habib, Ahmed (2001)

Semestinya, kadar pulangan yang diberikan pada simpanan pelaburan Bank Islam sama dengan yang diberikan oleh institusi lain. Bank Islam meyakini bahawa para pendeposit akan menganggap bank bertanggung jawab pada pembayaran kadar pulangan yang lebih rendah. Perkara ini akan mengakibatkan penarikan dana oleh pendeposit di Bank Islam. Kaji selidik menunjukkan bahawa para nasabah bank Islam meyakini bahawa pembiayaan berkongsi keuntungan (*Musyārahah* dan *Muḍārabah*) dan pembiayaan *Salam* dan *Istisna* lebih berisiko berbanding dengan *Murabahah* dan *Ijārah*.⁴⁴

Apakah pulangan Sukuk *Ijārah* dan sukuk *Muḍārabah* mengikuti kaedah dari dapatan kajian tersebut ?. Ertinya, semakin besar risiko yang dikongsi maka akan semakin besar keuntungan yang diterima pelabur, sehingga jika mengikuti kaedah tersebut maka Sukuk *Muḍārabah* atau *Ijārah* yang mesti dibeli pelabur.

Yayuk Sri Wahyuni (2011) melakukan kajian dengan Tajuk: Analisis Komparasi Kadar pulangan dan Risiko Sukuk dengan menggunakan Harga Pasaran dan Harga Patut, Period 2009-2011. Kajian ini bertujuan bagi mengetahui perbezaan kadar

⁴⁴ Tariqullah, Khan & Habib, Ahmed, "Risk Management Analysis of Issues in Islamic Financial Industry", (Jedah: Islamic Research and Training Institute (IRTI), Islamic Development Bank Group, 2001), 65.

pulangan dan risiko sukuk, berdasarkan klasifikasi penerbit, penarafan, tempoh matang. Sampel kajian terdiri dari pada sembilan sukuk Ijārah korporat dan empat sukuk Ijārah kerajaan. Secara awam terdapat perbezaan yang kentara secara statistik dari kadar pulangan dan risiko sukuk antara harga pasaran dan harga berpatutan sesuai dengan jenis sukuk yang ditentukan.⁴⁵

Kajian Fathurahman.H & Fitriati.R (2013) dengan tajuk⁴⁶: *Comparative Analisis of Return on Sukuk and Conventional Bonds*. Sampel terdiri dari 31 Sukuk Ijārah dan Muḍārabah serta bon konvensional dengan kupon kadar tetap dan kadar berubah (*floating*). Kajian ini menganalisis perbandingan antara *yield to maturity* sukuk dengan 243 bon konvensional yang aktif diperdagangkan hingga bulan oktober 2011. Dapatan kajian ini menunjukkan bahawa sukuk dan bon konvensional berbeza. Secara keseluruhan bahawa sukuk memberikan pulangan (*yield to maturity*) lebih besar dari pada bon konvensional.

Dapatan kajian Alimin (2010), dengan tajuk: “Aplikasi Pasaran Sukuk dalam Perspektif Syariah”, mendapati bahawa hubung kait antara pulangan dengan risiko sukuk memberikan urutan kadar risiko sukuk yang paling rendah adalah Sukuk *Murābahah*, kemudian Sukuk Salam dan Istisna, Sukuk Ijārah, Sukuk Musyārah, Sukuk Muḍārabah, setelah itu baru saham.⁴⁷

Berasaskan dapatan kajian Alimin dapat disimpulkan bahawa risiko sukuk Muḍārabah lebih besar dari pada Sukuk Ijārah, dan pulangan dari sukuk Muḍārabah juga lebih besar dengan pulangan dari sukuk Ijārah.

⁴⁵ Yayuk Sri Wahyuni, “*Analisis Perbandingan Kadar pulangan dan Risiko Sukuk dengan Menggunakan Harga Pasaran dan Harga Berpatutan*” (Studi Kasus pada Sukuk yang diterbitkan di Indonesia period 2009-2011), (Tesis Master, UI, 2011), 123-124.

⁴⁶ Fathurahman.H & Fitriati.R,” *Comparative Analisis of Return on Sukuk and Conventional Bonds*”, (American Journal of Economics, 3(3), 2013), 159-163.

⁴⁷ Alimin ,” *Aplikasi Pasaran Sukuk dalam Perspektif Syariah (Studi Analisis Kesesuaian Syariah terhadap Aplikasi Sukuk Domestik dan Global)*”, Disertasi Pascasarjana Universitas Islam Negeri (UIN), Jakarta,(2010), 11.

Dapatan kajian Burhanuddin (2013), dengan tajuk: Analisis Perbandingan Prestasi Bon Syariah Muḍārabah dan Ijārah di Bursa Efek Indonesia, dapat dilihat dari jadual berikut ini⁴⁸:

Jadual 1.4 : Pulangan Sukuk Muḍārabah dan Sukuk Ijārah

Pulangan/ Pulangan	Muḍārabah	Ijārah
Normal Yield (NY)	16,5 %	12,1 %
Current Yield (CY)	15,8 %	11,09 %
Yield to maturity (YTM)	13,8 %	7,89 %
Risiko	11,43 %	1,99 %

Sumber: Burhanuddin (2012)

Kesimpulan dari kajian Burhanuddin (2012), bahawa sukuk Muḍārabah memberikan pulangan dan risiko yang lebih besar dari pada sukuk ijārah. Ertinya, semakin tinggi risiko sesuatu pelaburan maka semakin tinggi pula pulangan dan semakin rendah risiko semakin rendah pula pulangan. Perkara ini sudah bersesuaian dengan teori pelaburan pada instrumen kewangan konvensional yang dikenali dengan istilah *high risk high return* atau *al-ghurm bil ghunm*.

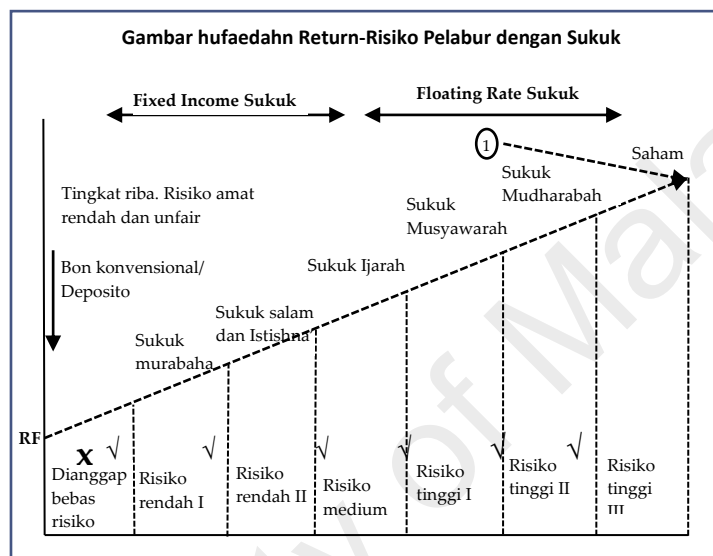
Dapatan kajian Suhenda (2010) dengan tajuk: *Muḍārabah Financing in Sharia Capital Market*, membuktikan bahawa pembiayaan menggunakan sukuk Muḍārabah memberikan *Return on Aset* (0,11) lebih kecil dari pada menerbitkan sukuk Ijārah (0,12). Manakala sukuk Muḍārabah memberikan *economic value added* (EVA) sebesar 0,10 dan sukuk Ijārah sebesar 0,09. Akan tetapi kedua sukuk tersebut memberikan *cash flow* yang sama, yakni 0,07. Perbezaan ini dikeranakan menggunakan metod analisis dan saiz serta pemboleh ubah yang berbeza.⁴⁹

⁴⁸ Burhanuddin, " Analisis Perbandingan Prestasi Bon Syariah Mudharabah dan Ijarah di Bursa Efek Indonesia, p.(2012), 1.

⁴⁹Suhenda, *Mudharabah Financing in Sharia Capital Market*, Disertasi Pascasarjana Universitas Islam Negri Syarif Hidayatullah, (Jakarta, 2010), 255-256.

Berasaskan beberapa dapatan kajian terdahulu membuktikan bahawa instrumen kewangan Islam mengikuti kaedah *al ghurm bil ghunm*. Walau bagaimanapun ada juga dapatan kajian bahawa instrumen kewangan Islam tidak mengikuti kaedah *al ghurm bil ghunm* atau *high risk high return*.

Rajah 1.5 : Hubungan Pulangan dan Risiko Pelaburan pada Sukuk



Sumber: Alimin (2010)

Kajian ini akan menganalisis keseluruhan pulangan sukuk yang diterbitkan di Indonesia, iaitu sukuk Muḍārabah dan sukuk Ijārah apakah semakin besar risiko semakin besar pulangannya. Jika pulangan yang diterima pelabur pada sukuk Muḍārabah dan sukuk Ijārah sama sahaja bererti sudah sepatutnya manakala pelabur lebih menyukai Sukuk Ijārah.

Bilamana disimak dari beberapa kajian, sukuk Ijārah mempunyai kekurangan dilihat dari pandangan Islam kerana pulangannya tetap, seumpama dengan bon konvensional. Selain itu sukuk Ijārah lebih meruap kepada kemungkiran kerana aset pendasar bukan dari keuntungan projek tapi dari aset yang menjadi aset pendasar.

Padahal keadaan aset dapat berubah kerana rusak, sehingga akan mengalami perubahan harga aset.⁵⁰

Merujuk kajian Bhojraj, Sanjeev dan Sengupta, Partha (2003), pulangan bon dipengaruhi oleh banyak faktor, diantaranya: tadbir urus korporat, saiz, jumlah aset, pulangan saham, kematangan bon berpengaruh positif dan signifikan terhadap pulangan bon.⁵¹

Dapatan kajian Surya, Budhi Arta dan Teguh Gunawan Nasher (2011) dengan tajuk: Analisis Pengaruh kadar faedah Sijil Bank Indonesia, tukaran mata wang asing, saiz syarikat, *debt to equity ratio*, penarafan bon ke atas pulangan bon korporat di Indonesia. Sampel kajian 27 bon korporat, bermula bulan September 2006 hingga Disember 2008. Dapatan kajian menunjukkan bahawa kadar faedah Sijil Bank Indonesia (SBI), tukaran mata wang asing dan *debt to equity ratio* berpengaruh positif dan signifikan terhadap pulangan bon. Penarafan bon berpengaruh negatif dan signifikan terhadap pulangan bon sedangkan saiz tidak signifikan terhadap pulangan bon.⁵²

Dapatan kajian Acharya et al (2012) menunjukkan harga bon pada *investment grade* naik dan harga bon pada kelompok spekulasi (*junk bond*) menurun. Temuan ini menunjukkan bahawa risiko kecairan merupakan faktor yang signifikan mempengaruhi harga terutamanya bon yang mempunyai penarafan yang rendah (*low-rated bond*).⁵³

Merujuk kajian Amihud dan Mendelson (1991), kesan kecairan aset terhadap pulangan yang dijangkakan yang diukur dengan *yield to maturity*. Dapatan kajian menunjukkan bahawa pada nota perbendaharaan (*treasury note*) yang mempunyai kadar kecairan yang lebih rendah memberikan pulangan yang lebih tinggi dari pada bil

⁵⁰Jabeen, Z., & Khan, M. R., "An Inquiry into the Usage of Real Assets in Islamic Transactions and their Benchmarking: The Implications for Islamic Capital Markets", Paper presented at the International Conference Islamic Capital Markets, (2008), 537.

⁵¹Bhojraj, Sanjeev dan Sengupta, Partha, "Effect of Corporate Governance on Bond Rating and Yields: The Role of Institutional Investor and Out Side Directors", The Journal of Business, Vol.76, No.3,(2003), 455-475.

⁵²Budhi Arta Surya dan Teguh Gunawan Nasher, "Analisis Pengaruh Tingkat Kadar Faedah SBI, Exchange Rate, Ukuran Perusahaan, Debt to Equity Ratio, Bond Rating terhadap Yield Bon Korporat di Indonesia", Jurnal Manajemen Teknologi, Volume10, No.2, (2011), 186.

⁵³Acharya, Viral, Yakov Amihud and Sreedhar Bharath, "Liquidity Risk of Corporate Bond Returns: a Conditional Approach", Journal of Financial Economics (JFE), Forthcoming AFA, (Chicago Meetings Paper, 2012), 2.

perbendaharaan (*treasury bills*). Perbezaan pulangan ini disebabkan perbezaan kematangan kedua perbendaharaan (*treasury*). Dapatan kajian dengan pemilikan menyatakan bahawa kecairan berpengaruh keatas harga aset.⁵⁴

Merujuk dapatan kajian yang dilakukan Yan, He et.al,(2005) bahawa risiko kecairan, risiko kemungkiran dan kadar cukai berpengaruh signifikan terhadap pulangan bon perbandaran (*municipal bond yield*).⁵⁵

Dapatan kajian Theodore M Barnhill Jr, Jouttz, and Maxwell (2000) menunjukkan bahawa risiko kadar faedah, risiko kemungkiran dan risiko kecairan berpengaruh signifikan terhadap pulangan bon. Manakala risiko kadar faedah berpengaruh positif terhadap pulangan bon dan risiko kecairan berpengaruh negatif dan risiko kemungkiran berpengaruh positif terhadap pulangan bon.⁵⁶

Dapatan kajian Himawan (2013) bahawa inflasi, tukaran mata wang asing, indeks saham komposit (*composit stock index*), jumlah dagangan (*volume trading*) berpengaruh negatif dan tidak signifikan, sementara kematangan dan kadar faedah SBI berpengaruh positif terhadap pulangan sukuk kerajaan. Kebolehubahan harga (*price variability*) dan penarafan bon juga berpengaruh positif terhadap pulangan sukuk kerajaan.⁵⁷

Dapatan kajian Walayet, et. al (2003) menunjukkan bahawa jangkaan, premium kecairan dan inflasi berpengaruh terhadap pulangan bon pembendaharaan (*treasury note*) di Pasaran Modal Singapura. Manakala inflasi bukan seperti faktor penentu dari perubahan pulangan bon.⁵⁸

⁵⁴Amihud and Mendelson,"*Liquidity, Maturiti and Yield on U.S Treasury Securities*", The Journal of Finance", Vol.46 No. 4 (September,1991), 1411-1425.

⁵⁵Yan, He. et. al. (2005), " *Liquidity, Information Risk and Aset Pricing : Evidence from the U.S Government Bond Market* ", Jurnal SSRN 687523,(2005), 36.

⁵⁶Theodore M Barnhill Jr, Jouttz, and Maxwell, " *Factors Affecting the Yields on Non Investment Grade Bond Indices: A Cointegration Analysis*", (2000), 57.

⁵⁷Himawan Wiratama,"*Analisis Pengaruh variabel Ekonomi Makro Terhadap Perubahan Yield Surat Berharga Syariah Kerajaan di Pasaran Sekunder*", Skripsi, Fakultas Ekonomi, (Universitas Indonesia,2013), 2.

⁵⁸Walayet A.Khan, Mohamed Ariff, and H.Kent Baker (2003)," *Determinan of Treasury Bond Yields in Singapore* ", .Malaysian Journal of Economic Studies, Vol.40, (2003), 105-122.

Dapatan kajian Febtio Adi Wibawanto (2014),” menunjukkan bahawa bon yang mempunyai kematangan yang lama akan memberikan hubungan dan konveksiti yang semakin besar. Durasi bon lebih pendek dari pada umur sukuk (*time to maturity*). Bon yang dipilih adalah bon yang mempunyai konveksiti yang besar kerana semakin besar konveksiti maka semakin tepat pendekatan harga bon dengan harga sebenarnya.⁵⁹

Favero,et.al(2007), menganalisis penentu perbezaan pulangan *sovereign bond* di Erop. Perbezaan pulangan berhubung kait dengan pengukuran risiko agregat, perbezaan kecairan bon. Kecairan bon dipengaruhi oleh kos transaksi dan kesempatan pelabur. Faktor risiko agregat dan perbezaan kecairan bon seperti faktor utama yang mempengaruhi harga bon.⁶⁰

Merujuk kajian Tobias (2013), yang menggunakan sampel dari bon yang diterbitkan kerajaan Jepang, Australia, Amerika dan England. Dapatan kajian menunjukkan bahawa *kupon* dan durasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap harga bon, sedangkan kecairan berpengaruh negatif terhadap harga bon. Manakala secara keseluruhan bahawa kupon, kecairan dan durasi berpengaruh secara signifikan terhadap harga bon.⁶¹

Merujuk kajian Nurfauziah dan Adistien Fatma Setyarini (2004) dengan tajuk: Analisis Faktor-faktor yang mempengaruhi pulangan bon Syarikat. Dapatan kajian menunjukkan bahawa inflasi, kecairan, penarafan bon, *sinking fund* dan *secure* mempunyai pengaruh positif terhadap pulangan bon. Manakala kadar faedah deposito bank awam, durasi dan membeli semula (*buyback*) mempunyai pengaruh yang negatif dan tidak signifikan.⁶²

⁵⁹ Febtio Adi Wibawanto(2014),”*Estimasi Harga Bon Menggunakan Pendekatan Durasi dan Koveksiti Health Jarrow Morton dari Ukuran Sensitiviti Harga Bon Terhadap Yield*”, Skripsi, Fakultas Matematika dan Ilmu Pengetahuan Alam Universitas Gadjah Mada, (2014), 74.

⁶⁰ Favero,et al, “*How does Liquidity Affect Government Bond Yields?*”, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol.45, Issue 01, (February, 2010), 107-134.

⁶¹ Tobias Ferreira,”*Analisis Pengaruh Likuiditas,Kadar Faedah dan Kematangan Terhadap Perubahan Harga Bon yang diterbitkan oleh beberapa kerajaan antar bangsa period Juni 2010-November 2012*,” Tesis, (Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada, 2013), 2.

⁶² Nurfauziah dan Adistien Fatma Setyarini”, *Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Pulangan Bon Perusahaan (Studi Kasus Pada Industri Perbankan dan Industri Finansial*”, Jurnal Siasat Bisnis, No.9 Vol.2, (Disember,2004), 241-256.

Dapatan kajian Nanik Indarsih (2013) dengan tajuk "Pengaruh Kadar Faedah SBI, Penarafan, Likuiditi dan Kematangan terhadap Pulangan Bon (YTM) Bon period kajian tahun 2007-2010 melibatkan sampel sebanyak 73 syarikat yang menerbitkan bon pada sektor industri. Dapatan kajian menunjukkan bahawa kadar faedah SBI, dan kematangan, berpengaruh positif terhadap *yield to maturity*. Manakala penarafan bon dan kecairan tidak berpengaruh terhadap terhadap pulangan (*yield to maturity*).⁶³

Yuli Soesetio dan Nurafni A Moka (2010), melakukan kajian beberapa faktor yang mempengaruhi pulangan bon period 2006-2008, menunjukkan bahawa kadar faedah SBI, inflasi dan kematangan mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap pulangan bon. Manakala konveksiti mempunyai pengaruh negatif terhadap pulangan bon.⁶⁴

Ahamed Lebbe Abdul Rauf and Yusnidah bt Ibrahim (2014), melakukan kajian dengan tajuk: "*A Sectoral Analysis of Sukuk Market Based on Determinants of Risk and Return Performances*".

Kajian ini bagi mengidentifikasi pelbagai jenis risiko yang melekat pada struktur sukuk dan menentukan impak pelbagai jenis risiko pada pulangan sukuk. Terdapat hubungan kait antara jumlah pulangan dan risiko sukuk, iaitu risiko kadar faedah, risiko tukaran mata wang asing, risiko inflasi, risiko kecairan dan risiko tempoh matang dan risiko kepatuhan hukum dan syariah.⁶⁵

Kajian lainnya dari pada Ahmed Lebbe Abdul Rauf (2014) dengan tajuk: "*Determinan of Risk and Return Performance on Maturity Based Sukuk Market Structure*". Fokus kajian ini pada faktor-faktor penentu pulangan dan risiko di pasaran

⁶³ Nanik Indarsih, "Pengaruh Kadar Faedah SBI, Rating, Likuiditi dan Maturiti terhadap Yield To Maturity Bon", Jurnal Ilmu Manajemen, Volume 1, Nomor 1, (Januari, 2013), 125-136.

⁶⁴ Yuli Soesetio dan Nurafni A Moka, "Pengaruh Kadar Faedah SBI, Laju Inflasi, Maturiti dan Konveksiti terhadap Pulangan Bon Perusahaan Period 2006-2008", Jurnal Ekonomi Bisnis, Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Malang. Vol.15, No.3. (2010), 189-197.

⁶⁵ Ahmed Lebbe Abdul Rauf, "A Sectoral Analysis of Sukuk Market Based on Determinants of Risk and Return Performances", European Journal of Accounting Auditing and Finance Research, Vol.2, No.2, (August 2014), 145-161.

sukuk. Dapatan kajian terdapat hubungan kematangan sukuk dengan risiko pasaran, risiko kredit, risiko operasional dan risiko likuiditi terhadap jumlah pulangan sukuk.⁶⁶

Atas penjelasan beberapa kajian lepas mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi pulangan sukuk, maka kajian ini memfokuskan bagaimana pola hubungan risiko dengan pulangan sukuk serta pengaruh risiko kredit, kematangan sukuk, kadar faedah SBI terhadap pulangan sukuk. Tajuk kajian ini adalah “Risiko dan Pulangan dalam Sukuk: Kajian di Pasaran Modal Indonesia”.

1.8. Sistematika Penulisan

Bab I: Bab ini menguraikan gambaran awam mengenai kajian yang di mulai dengan pendahuluan, latar belakang kajian, pernyataan permasalahan, objek kajian, sekop kajian, keurgenan kajian, kajian lepas, definisi tajuk. Bab ini menjelaskan alasan mengapa kajian ini dilakukan dan mengapa menarik bagi dikaji. Pembahasan kajian lepas perlu dilakukan bagi menghuraikan penyelidikan sebelumnya yang berhubung kait dengan kajian ini dan bermanfaat bagi pembangunan teori yang dijadikan panduan pada kajian ini dan melihat perbezaan antara kajian ini dengan kajian sebelumnya.

Bab II: Bab ini menjelaskan konsep pulangan dan risiko dalam Islam, serta urusan niaga yang dilarang dalam Islam, yakni *maysir*, *gharar* dan *ribā*. Selanjutnya juga diuraikan pulangan dan risiko, hubungan antara risiko dan pulangan dalam Perspektif Islam. Kemudian menghuraikan jenis-jenis akad Sukuk dan fekah jual beli sukuk yang diamalkan di Pasaran Modal Islam.

Bab III: Menghuraikan asal usul sukuk, definisi sukuk, akad urusan niaga sukuk, perbandingan sukuk dengan bon konvensional. Selanjutnya menjelaskan klasifikasi sukuk berhubung kait dengan keunggulan dan keistimewaan

⁶⁶ *Ibid.*, 41-58.

sukuk, kegunaan dana sukuk, jenis-jenis sukuk, jenis-jenis risiko yang melekat pada sukuk, jenis pulangan sukuk, metod pengiraan risiko dan pulangan sukuk serta pengiraan pulangan sukuk yang telah diamalkan di Pasaran Modal Islam.

Bab IV: Bab ini menghuraikan metod yang digunakan dalam kajian ini, berkenaan dengan data dan sumber data, populasi dan sampel, teknik pengambilan sampel, analisis yang digunakan dalam kajian ini. Selanjutnya melakukan ujian pengandaian klasik, ujian keurgenan statistik serta penjelasan pemboleh ubah bebas dan pemboleh ubah bersandar yang diguna pakai dalam kajian ini.

Bab V: Bab ini menghuraikan mekanisme penerbitan sukuk, berkenaan dengan Undang-Undang dan Garis Panduan Sukuk, institusi penerbitan sukuk, struktur sukuk Ijārah dan struktur sukuk Muḍārabah. Selanjutnya, menghuraikan mekanisme penarafan sukuk, manfaat dan klasifikasi penarafan sukuk, serta mekanisme perdagangan sukuk di pasaran sekunder. Terakhir, menghuraikan perkembangan penerbitan sukuk korporat dan perbandingan antara sukuk Ijārah dengan sukuk Muḍārabah yang diterbitkan oleh syarikat di Pasaran Modal Indonesia.

Bab VI: Bab ini menganalisis dapatan kajian risiko dan pulangan antara sukuk Ijārah dan sukuk Muḍārabah. Analisis pada kajian ini dilakukan melalui dua tahapan. Tahap pertama, melakukan analisis komparatif bagi perbandingan antara pulangan dan risiko sukuk Ijārah dengan sukuk Muḍārabah dengan menjalankan ujian *independend samples t-test* bagi menjawab apakah ada perbezaan risiko dan pulangan yang diperolehi sukuk Ijārah dengan sukuk Muḍārabah.

Tahap kedua, menganalisis beberapa jenis risiko sukuk yang mempengaruhi pulangan sukuk dengan menggunakan analisis regresi berganda. Selanjutnya

melakukan ujian statistik dari dapatan regresi berganda menggunakan ujian F dan ujian T.

Bab VII: Bab ini merupakan bahagian akhir dalam penulisan tesis ini, menghuraikan rumusan dan penemuan kajian, menjelaskan implikasi serta keterbatasan kajian. Selanjutnya memberikan wadah kepada mana-mana pihak yang akan melakukan kajian tentang risiko dan pulangan sukuk di Pasaran Modal Islam di Negara lainnya di masa hadapan.

University of Malaya

BAB 2: URUS NIAGA KEWANGAN DALAM PERSPEKTIF ISLAM

2.1 Pendahuluan

Islam adalah agama yang sempurna yang telah diturunkan kepada Rasulullah seperti Nabi terakhir dengan diturunkan *al-Qur'ān* seperti pedoman hidup manusia. Kesempurnaan Islam seperti agama sesuai dengan firman Allah s.w.t dalam beberapa ayat *al-Qur'ān*.

Firman Allah s.w.t:

أَلْيَوْمَ أَكْمَلْتُ لَكُمْ دِينَكُمْ وَأَتِمَمْتُ عَلَيْكُمْ نِعْمَتِي وَرَضِيتُ لَكُمُ الْإِسْلَامَ دِينًا

(Sūrah al-Mā'idah 5: 3)

Terjemahan: Pada hari ini, Aku telah sempurnakan bagi kamu agama kamu, dan Aku telah cukupkan nikmat-Ku kepada kamu dan Aku telah redhakan Islam itu menjadi agama bagi kamu.

Merujuk tafsir Ibn Katṣīr, ayat ini menjelaskan nikmat Allah terbesar yang diberikan kepada umat Islam, manakala Allah menyempurnakan agama mereka sehingga mereka tidak memerlukan agama yang lain, dan tidak pula Nabi lain selain Nabi mereka, yaitu Nabi Muhammad. Oleh itu, Allah menjadikan beliau seperti penutup para nabi dan mengutusnyanya kepada keseluruhan manusia dan jin.⁶⁷

إِنَّ الدِّينَ عِنْدَ اللَّهِ الْإِسْلَامُ..

(Sūrah Āli 'Imrān 3: 19)

Terjemahan: Sesungguhnya agama (yang benar dan diredhai) disisi Allah ialah Islam.

Dalam tafsir Ibn Katṣīr dijelaskan bahawa ayat ini merupakan kabar dari Allah SWT bahawasanya tidak ada agama di sisi-Nya yang diterima dari pada seseorang selain Islam. Agama yang diamalkan dengan mengikuti para Rasul dalam pelbagai perkara yang mereka bawa pada setiap saat hingga berakhir pada Muhammad, yang mana jalan menuju Allah ditutup terkecuali melalui jalan Muhammad, maka sesiapa

⁶⁷ Al Misbah Al Munir fi Tahzib Tafsir Ibn Katṣīr (1999), 287-285.

menemui Allah SWT setelah diutus Muhammad dalam keadaan memeluk agama yang tidak sejalan dengan Syariat-Nya, tidak akan diterima.

Hal ini sesuai dengan firman Allah s.w.t:

وَمَنْ يَبْتَغِ غَيْرَ الْإِسْلَامِ دِينًا فَلَنْ يُقْبَلَ مِنْهُ وَهُوَ فِي الْآخِرَةِ مِنَ الْخَسِرِينَ



(Sūrah Āli 'Imrān 3: 85)

Terjemahan: Dan sesiapa mencari agama selain agama Islam, maka tidak akan diterima dari padanya, dan ia pada hari akhirat kelak dari orang-orang yang rugi.”

Kesempurnaan Islam mencakupi segala sesuatu tercantum dalam *al-Qur'ān*,

... وَتَزَلْنَا عَلَيْكَ الْكِتَابَ تَتَّبِعُنَا لِكُلِّ شَيْءٍ وَهَدَىٰ وَرَحْمَةً وَدُشِّرَىٰ لِلْمُسْلِمِينَ

(Sūrah al-Nahl 16:89)

Terjemahan:.....Dan Kami turunkan kepadamu *al-Qur'ān* menjelaskan tiap-tiap sesuatu dan menjadi hidayah petunjuk, serta membawa rahmat dan berita yang menggembirakan, bagi orang-orang Islam.

Firman Allah s.w.t,

..... مَا فَرَّطْنَا فِي الْكِتَابِ مِنْ شَيْءٍ ثُمَّ إِلَىٰ رَبِّهِمْ يُحْشَرُونَ

(Sūrah al-Anām 6:38)

Terjemahan:“.....Tiada Kami tinggalkan sesuatu pun dalam Kitab *al-Qur'ān* ini, kemudian mereka semuanya akan dihimpunkan kepada Tuhan mereka (bagi dihisab dan menerima balasan).”

Merujuk Tafsir Ibn Katṣīr.⁶⁸ Allah Maha Mengetahui segala sesuatu dan pasti tidak lupa memberi rizki serta mengaturnya. Segala sesuatu itu mencakupi semua yang berada di darat atau yang berada dilaut. Sebab semuanya itu ilmunya ada pada Allah SWT, dan Allah tidak akan pernah melupakan satupun darinya, baik dalam hal rizki dan pemeliharaan, baik binatang di darat mahupun di laut.

⁶⁸ *Ibid.*

Allah mengetahui apa yang dirahasiakan dan yang dilahirkan, sama ada dalam ibadah kepada Allah, mahupun muamalah. Dalam kehidupan manusia sentiasa akan diliputi kehinaan yang manapun mereka berada, terkecuali mereka yang berpegang teguh pada tali Allah (*ḥabl min Allāh*) dan tali perjanjian antara sesama manusia (*ḥabl min al-Nās*).

Islam merupakan sesuatu agama yang memberikan tuntunan pada keseluruhan aspek kehidupan. Konsep asas Islam adalah *ʿaqidah*, *sharīʿah* dan *akhlāq*. Ketiganya menjadi satu bahagian yang terintegrasi sehingga umat muslim sebagai penganut agama Islam yang *kāffah* apabila agama menjadi amalan dalam kehidupan sehari-hari. Allah s.w.t berfirman:

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا ادْخُلُوا فِي السِّلْمِ كَآفَّةً وَلَا تَتَّبِعُوا خُطُوَاتِ الشَّيْطَانِ ۚ إِنَّهُ لَكُمْ عَدُوٌّ مُّبِينٌ

(Sūrah al-Baqarah 2:208)

Terjemahan: Wahai orang-orang yang beriman! Masuklah kamu ke dalam Agama Islam (dengan mematuhi) segala hukum-hukumnya; dan janganlah kamu merurut jejak langkah Syaitan itu musuh bagi kamu yang terang nyata.

Pendapat Tafsir Ibn Katṣīr.⁶⁹, Allah memerintahkan kepada hamba-hamba-Nya yang beriman kepada-Nya dan membenarkan Rasulnya, hendaklah mereka berpegang kepada tali Islam dan semua syariatnya serta mengamalkan semua perintah-Nya dan meninggalkan semua larangannya dengan segala kemampuan yang ada pada mereka.

Melaksanakan Islam secara *kāffah* maksudnya, ajaran Islam dilaksanakan secara keseluruhan, tidak diambil beberapa bahagian sahaja secara parsial dan keseluruhan aspek kehidupan mesti dibingkai dalam ajaran Islam. Konsep ini mengatur hubungan manusia dengan Tuhannya (*ḥabl min Allāh*), serta hubungan antar manusia dan mahluk Tuhan lainnya. Oleh kerananya, Islam benar-benar diimplementasikan seperti *the way of*

⁶⁹ Ibid.

life atau sebuah pedoman kehidupan yang akan memberikan kemaslahatan dan kerahmatan bagi umat manusia.⁷⁰ Kemaslahatan atau kerahmatan adalah misi dari penerapan sistem Islam dalam kehidupan manusia, termasuk sistem ekonomi. Kemaslahatan ertinya diraihnya manfaat bagi manusia dan mengelakkan kemudaratannya/kerusakan dari manusia. Hal ini sesuai dengan firman Allah:

وَمَا أَرْسَلْنَاكَ إِلَّا رَحْمَةً لِّلْعَالَمِينَ ﴿٢١٧﴾

(Sūrah al-Anbiā' 21:107)

Terjemahan: Dan tiadalah Kami mengutuskan engkau (wahai Muhammad), melainkan bagi menjadi rahmat bagi sekalian alam.

يَتَأْتِيَا النَّاسُ قَدْ جَاءَتْكُم مَّوْعِظَةٌ مِّن رَّبِّكُمْ وَشِفَاءٌ لِّمَا فِي الصُّدُورِ وَهُدًى وَرَحْمَةٌ

لِّلْمُؤْمِنِينَ ﴿٥٧﴾

(Sūrah Yūnus 0: 57)

Terjemahan: Wahai umat manusia! Sesungguhnya telah datang kepada kamu *al-Qur'ān* yang menjadi nasehat/pengajaran dari Tuhan kamu, dan yang menjadi penawar bagi penyakit-penyakit bathin yang ada di dalam dada kamu, dan juga menjadi hidayah/pertunjuk bagi keselamatan, serta membawa rahmat bagi orang-orang yang beriman.

... فَقَدْ جَاءَكُمْ بَيِّنَةٌ مِّن رَّبِّكُمْ وَهُدًى وَرَحْمَةٌ. ﴿١٥٧﴾

(Sūrah al-An'ām 6:157)

Terjemahan:.....Sesungguhnya telah datang kepada kamu keterangan (yang cukup) dari Tuhan kamu, dan pertunjuk hidayah serta rahmatNya (yang melimpah-melimpah).

Inilah kemaslahatan yang dituju oleh *sharī'ah* Islam, seperti mana juga dijelaskan oleh Imam al-Ghazālī dan Ibn al-Qayyim:⁷¹

Tujuan syarak adalah meningkatkan kesejahteraan manusia dengan perlipidungan kepada agama (*dīn*), jiwa (*nafs*), intelek ('*aql*), keturunan (*ansāb*), dan harta kekayaan

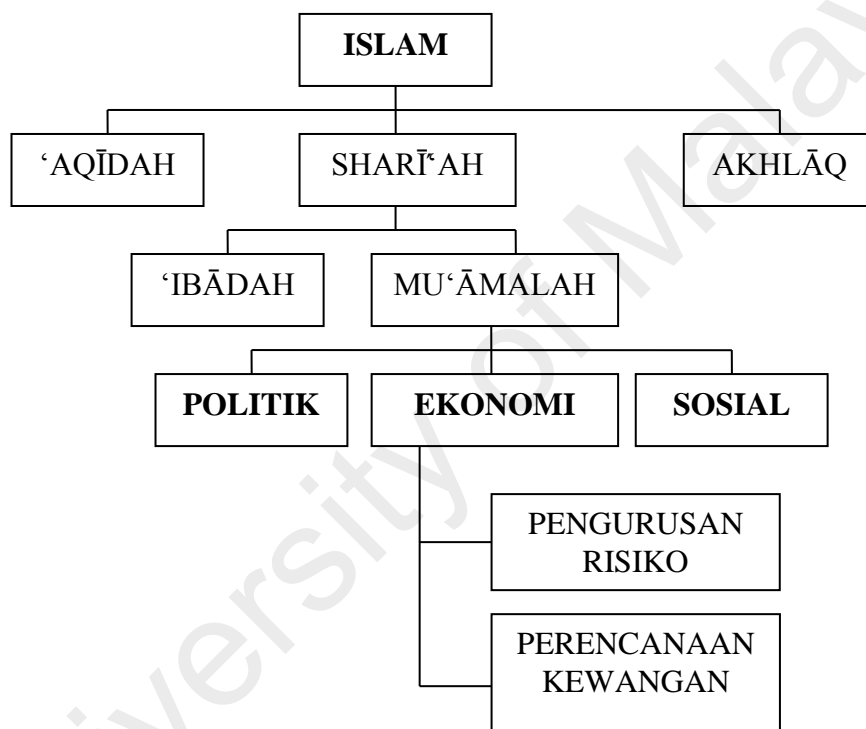
⁷⁰ P3EI Universitas Islam Indonesia, *Ekonomi Islam*, Penerbit Raja Grafindo Persada, (Jakarta:2008), 15-16.

⁷¹ M.Ismail Yusanto & M.Arif Yunus (2009), *Pengantar Ekonomi Islam*, (Bogor:Penerbit Al-Azhar Press, 2009), 32.

(*māl*). Setiap perkara yang mengandungi pemeliharaan ke atas lima perkara tersebut disebut *maṣlahah*⁷².

Asas *Sharī'ah* adalah kebijaksanaan dan kemaslahatan manusia antar bangsa di dunia dan di akhirat. Kemaslahatan terletak pada keadilan, belas-kasihan, kesejahteraan dan kebijaksanaan yang sempurna⁷³. Konsep asas ugama Islam tercantum pada rajah berikut ini.

Rajah 2.1 : Konsep Asas Din al-Islam



Sumber: Agus Edi Sumanto,dkk (2009)

Pada rajah 2.1 dijelaskan bahawa, Islam dibangun oleh tiga pilar iaitu, *'aqīdah*, *sharī'ah* dan *akhlāq*. Aktiviti muamalah merupakan bahagian dari *sharī'ah* yang mengatur aktiviti manusia dengan manusia lainnya, terutama dalam aktiviti bisnis dan ekonomi. Aktiviti bisnis dan ekonomi dilaksanakan oleh pasaran kewangan, seperti

⁷²Al-Al-Ghazālī, Al-Mustashfa (1937), I, p.139-140 dalam M.Ismail Yusanto & M.Arif Yunus (2009), *Pengantar Ekonomi Islam*, (Bogor:Penerbit Al-Azhar Press, 2009), 32.

⁷³Ibnu Qayyim al-Jauziyyah (1955), *I'lam al Muwaqqi'in*.III, p.14 dalam M.Ismail Yusanto & M.Arif Yunus (2009), *Pengantar Ekonomi Islam*, (Bogor:Penerbit Al-Azhar Press, 2009), 32.

pasaran modal, pasaran wang, bank, insuran, pegadaian serta lainnya. Keseluruhan aktiviti bisnis dan ekonomi ini di dalam Islam diatur dalam fekah muamalah agar dapat dilaksanakan sesuai dengan prinsip sharīah. Aktiviti bisnis dan ekonomi pada dasarnya merupakan aktiviti bagi pengurusan risiko dan perencanaan kewangan supaya aktiviti bisnis tersebut memperoleh keuntungan dimasa hadapan.

2.2 Sistem Kewangan Islam

Sistem kewangan Islam (*nizām al-māl al-Islāmī*) adalah sebahagian dari pada keseluruhan sistem ekonomi Islam. Sistem kewangan mencakupi aktiviti-aktiviti yang berkaitan dengan kewangan (*al-taṣarufāt al-māliyyah*) dalam semua sektor ekonomi.⁷⁴ Sistem kewangan terdiri dari pada instrumen-instrumen, institusi-institusi, pasaran-pasaran dan peraturan-peraturan mengenai kelakuan perdagangan yang mempercepat laluan dana dari pada pembeli kepada penjual dan dari pada penyimpan kepada peminjam. Jadi sistem kewangan menerangkan secara kolektif tentang pasaran kewangan, peserta-peserta dalam pasaran dan instrumen yang diniagakan.⁷⁵

Ada dua kumpulan institusi yang bergerak dalam sistem kewangan. Kumpulan pertama terdiri dari pada sistem bank, iaitu bank kerajaan atau bank utama dan pelbagai jenis bank yang lain. Termasuk juga dalam kumpulan ini ialah pasaran jangka pendek (*money market*) dan pasaran tukaran mata wang asing (*foreign exchange market*). Kumpulan kedua pula terdiri dari pada institusi-institusi kewangan selain bank yang terbahagi kepada pelbagai jenis.⁷⁶

Kewangan Islam adalah sesuatu sistem kewangan yang diatur dan diurus berasaskan hukum Islam yang bersumber dari *al-Qur'ān* dan *al-Hadīth*. Tujuan

⁷⁴Nor Muhamed Yakcop, *Teori, Amalan dan Prospek Sistem Kewangan Islam di Malaysia*, (Utusan Publications & Distributors Sdn Bhd, 1996), 32.

⁷⁵Ab.Mumin Ab. Ghani, "Sistem Kewangan Islam dan Amalannya di Malaysia", Jabatan Kemajuan Islam Malaysia, (Kuala Lumpur, 1999), 30.

⁷⁶*Op.cit.*, 32.

kewangan Islam adalah bagi mewujudkan kebaikan, kemaslahatan dan kesejahteraan manusia terutama dibidang ekonomi atau kewangan, dengan mengacu pada tujuan syarak (*Maqāṣid al-Syarī'ah*) bagi membantu manusia mencecah kemenangan (*falāḥ*) antar bangsa dan akhirat.⁷⁷

Kewangan Islam dapat dibezakan menjadi dua, yakni Pasaran Wang Islam dan Pasaran Modal Islam. Pasaran Wang Islam menawarkan dana dengan tempoh kurang dari satu tahun, sedangkan Pasaran Modal Islam menawarkan dana yang mempunyai tempoh lebih dari satu tahun. Manakala instrumen yang ditawarkan di pasaran modal Islam antara lain saham dan bon Islam yang dikenali dengan nama sukuk.

2.3 Larangan dalam Urus Niaga Kewangan Islam

Kewangan Islam merupakan bahagian dari sistem ekonomi Islam, di mana aturan amalannya mengikuti aturan yang terdapat dalam *al-Qur'ān* dan Sunnah Rasul. Oleh itu, dalam menjalankan aktiviti kewangan Islam mesti meninggalkan perniagaan yang di tegah oleh syarak seperti Riba, *Maysir* dan *Gharar*.

2.3.1 Ribā

Secara bahasa riba berasal dari perkataan *rabā* (ربا), *yarbū* (يربو), *rabwan* (ربوا), *rabā'* (رباء), *rubuwwan* (ربوًا) yang bermakna bertambah, mengembang, meningkat atau meninggi.

Perkataan *al-Ribā* asalnya di segi bahasa bermakna pertambahan (*al-Ziyādah*) atau lebihan (*al-Ifāḍah*) kepada sesuatu.⁷⁸ *Al-Ziyādah* di sini adalah tambahan ke atas modal harta, sama ada tambahan itu terhad ataupun banyak⁷⁹.

⁷⁷Tanya Jawab Surat Berharga Sharīah Kerajaan (Sukuk Kerajaan): Instrumen Kewangan Berbasis Sharīah, Juni 2010, Jakarta: www.dmo.or.id

⁷⁸Ab.Mumin Ab. Ghani, "Sistem Kewangan Islam dan Amalannya di Malaysia", Jabatan Kemajuan Islam Malaysia, (Kuala Lumpur, 1999), 109.

⁷⁹Sayyid Sabiq, *Fiqh Sunnah*, Penterjemah Nor Hasanuddin dan Aisyah Saipuddin, (Kuala Lumpur: Al-Hidayah, 2009), 107.

Dalam kaitan ini, Allah berfirman:

فَإِنْ لَّمْ تَفْعَلُوا فَأْذَنُوا بِحَرْبٍ مِّنَ اللَّهِ وَرَسُولِهِ ۖ وَإِنْ تُبْتِغُوا فَلَكُمْ رُءُوسُ أَمْوَالِكُمْ لَا تَظْلُمُونَ وَلَا تُظْلَمُونَ ﴿٢٧٩﴾

(Sūrah al-Baqarah 2: 279)

Terjemahan: dan jika kamu bertaubat (dari pengambilan riba), maka hak kamu (yang sebenarnya) ialah pokok asal harta kamu. (Dengan yang demikian) kamu tidak berlaku zalim kepada sesiapa, dan kamu juga tidak dizalimi oleh⁸⁰h sesiapa.

Definisi riba mengikut mazhab Hanafi ialah lebihan yang tidak setara tukarannya mengikut ukuran yang diakui oleh syarak dengan syarat-syarat yang dikenakan oleh salah satu pihak yang berkontrak dalam pertukaran.

Mazhab Hanbali mentakrifkan riba adalah melebihikan sesuatu dan menanggukkan sesuatu yang tertentu dengan sesuatu. Mazhab Shafi'i mendefinisikan riba seperti kontrak ke atas tukaran tertentu yang tidak diketahui persamaannya pada ukuran yang diakui oleh syarak semasa berkontrak atau penanggukan pada kedua-dua atau salah satu barangan tukaran tersebut.⁸¹

Di antara para *fuqahā'* terjadi perbezaan pendapat dalam pembahagian riba. Manakala dalam amalannya, riba dapat terjadi kerana akad hutang pihutang dan akad jual beli. Ulama mazhab Hanafi, Maliki dan Hanbali membahagikan riba kepada dua jenis iaitu *ribā al-fadl* dan *ribā al-Nasīah*.

Manakala mazhab Shafi'i membahagikan riba kepada tiga jenis, iaitu *ribā al-Nasīah*, *ribā al-Fadl* dan *ribā al-Jāhiliyyah*.⁸²

Selain hal diatas ada yang membahagi riba dari aspek sumber timbulnya riba, yakni riba yang berlaku dalam amalan jual beli disebut *ribā buyū'* dan riba yang timbul dari hutang pihutang yang disebut *ribā al-Duyūn*.

⁸⁰ *Ibid.*, 111.

⁸¹ *Ibid.*, 122.

⁸² Muhammad Syafi'i Antonio, *Bank Syariah dari Teori ke Praktik*, (Jakarta:Gema Insani Press, 2001), 41.

- ***Ribā al-Duyūn***

Ribā al-Duyūn merupakan riba yang muncul dari pada hutang piutang. Riba hutang piutang mencakupi *ribā Qarḍ* dan *ribā al-Jāhiliyyah*. *Ribā al-Duyūn* iaitu kadar lebih faedah yang terhasil disebabkan penanguhan waktu dan terbahagi kepada dua jenis, iaitu:⁸³

- a. *Ribā al-Qarḍ* iaitu kadar atau sebarang manfaat tambahan yang disyaratkan atas pemberian jumlah pokok pinjaman. Syarat ini dibuat di awal kontrak pinjaman, dikeranakan oleh pemiutang kepada pemimjam. *Ribā al-Qarḍ* adalah sesuatu manfaat atau tingkat kelebihan tertentu yang disyaratkan terhadap yang berhutang.
- b. *Ribā al-Jāhiliyyah* iaitu kadar atau sebarang manfaat tambahan lebih dari pada jumlah pokok pinjaman yang dikenakan akibat si peminjam mungkir membayar pinjaman yang ditetapkan pada tempoh yang dipersetujui. Akibatnya pemiutang akan mengenakan kadar denda ke atas si pemimjam kerana melewati waktu yang telah ditetapkan.

- ***Ribā Buyū'***

Riba jual beli mencakupi *ribā al-Faḍl* dan *ribā al-Nasī'ah*.⁸⁴ *Ribā al-Faḍl* disebut juga *ribā Buyū'* iaitu riba yang timbul akibat pertukaran barangan sejenis yang tidak memenuhi kriteria sama kualiti *miṣlan bi miṣlin* (مثلا بمثل) sama kualitinya *sawā'an bi sawā'in* (سواء بسواء) dan sama waktu penyerahannya *yadan bi yadin* (يد بيد).⁸⁵

Ribā al-Nasī'ah disebut juga *ribā al-Duyūn* iaitu riba yang timbul akibat hutang-piutang yang tidak memenuhi kriteria untung beserta dengan risiko (*al-ghunm bi al-ghurm*) dan hasil usaha beserta dengan biaya (*al-kharāj bi al-ḍamān*). *Ribā al-Nasī'ah* adalah penanguhan penyerahan atau penerimaan jenis barangan ribawi yang dipertukarkan dengan jenis barangan ribawi lainnya.

⁸³ *Ibid.*

⁸⁴ *Ibid.*

⁸⁵ Ahmad Ifham Sholihin (2002). *Buku Pintar Ekonomi Sharī'ah*, (Jakarta: PT. Gramedia Pustaka Utama, 2002), 732.

Barangan ribawi terdiri dari emas, perak, gandum, tepung, kurma dan garam, dalam transaksinya mesti sama takaran, timbangan, kualitinya dan mesti diserahkan secara tunai. Jadi *ribā al-Nasīhah* muncul kerana adanya perbezaan, perubahan atau tambahan antara barangan yang diserahkan hari ini dan barangan yang diserahkan kemudian. Jadi, *al-ghunm* (الغنم) yang dapat diertikan untung hadir tanpa adanya *al-ghurm* (الغرم) yang mempunyai erti risiko, hasil usaha *al-kharāj* (الخراج) wujud tanpa adanya biaya *al-ḍamān* (الضمان), *al-ghunm* dan *al-kharāj* hadir hanya dengan berjalannya waktu.

Dalam menjalankan aktiviti urus niaga terbuka kemungkinan kepada untung dan rugi. Memastikan sesuatu yang diluar kuasa manusia adalah bentuk kezaliman. *Ribā al-Nasīhah* terjadi kerana perubahan sesuatu yang semestinya bersifat tidak pasti menjadi pasti.⁸⁶

- **Larangan *Ribā* dalam *al-Qur'ān***

Larangan Riba dalam *al-Qur'ān* tidak diturunkan sekaligus tetapi melalui empat peringkat:⁸⁷

Peringkat pertama pelarangan riba terdapat pada Sūrah al-Rūm tentang urus niaga yang bertujuan bagi mendapati lebihan (*ribā*) yang berlaku dikalangan masyarakat Mekah. Tahapan ini, menolak anggapan bahawa pinjaman riba yang pada zahirnya seolah-olah menolong mereka yang memerlukan seperti sesuatu perbuatan mendekati atau *taqarrub* kepada Allah SWT.

Seperti mana Firman Allah SWT:

وَمَا آتَيْتُمْ مِّن رَّبًّا لِّيرْبُوا فِي أَمْوَالِ النَّاسِ فَلَا يَرْبُوا عِندَ اللَّهِ وَمَا آتَيْتُمْ مِّن زَكَاةٍ

تُرِيدُونَ وَجْهَ اللَّهِ فَأُولَٰئِكَ هُمُ الْمُضَعِفُونَ ﴿٣٩﴾

(Sūrah al-Rūm 30:39)

⁸⁶ *Ibid.*, 733-734.

⁸⁷ *Loc.cit.*, Muhammad Shafī' Antonio, 48.

Terjemahan: Dan (ketahuilah bahawa) sesuatu pemberian atau tambahan yang kamu berikan, supaya bertambah kembangnya dalam pusingan harta manusia maka ia tidak sekali-kali akan kembang di sisi Allah (tidak mendatangkan kebaikan). Dan sebaliknya sesuatu pemberian sedekah yang kamu berikan dengan tujuan menjangkakan keredhaan Allah semata-mata, maka mereka yang melakukannya itulah orang-orang yang beroleh pahala berganda-ganda.⁸⁸

Peringkat kedua, pengharaman riba yang dilakukan oleh kaum Yahudi terdapat dalam Sūrah al-Nisā' (4): 161. Tahapan ini, riba digambarkan seperti sesuatu yang buruk. Allah SWT mengancamkan akan memberi balasan yang keras kepada orang Yahudi yang memakan riba. Allah SWT berfirman:

فَبِظُلْمٍ مِّنَ الَّذِينَ هَادُوا حَرَّمْنَا عَلَيْهِمْ طَيِّبَاتٍ أُحِلَّتْ لَهُمْ وَبِصَدِّهِمْ عَنِ سَبِيلِ اللَّهِ
كَثِيرًا ۖ وَأَخَذَهُمُ الرِّبَا وَقَدْ هَدَوْا ۖ وَعَنَّا ۖ وَأَكْلِهِمْ أَمْوَالَ النَّاسِ بِالْبَاطِلِ ۖ وَأَعْتَدْنَا
لِلْكَافِرِينَ مِنْهُمْ عَذَابًا أَلِيمًا ۖ

(Sūrah al-Nisā' 4: 160-161)

Terjemahan: Maka, disebabkan kezaliman yang amat besar dari perbuatan orang-orang Yahudi, Kami haramkan atas mereka makanan yang baik-baik yang pernah dihalalkan bagi mereka, dan disebabkan mereka banyak menghalang manusia dari jalan Allah. Dan juga (disebabkan) mereka mengambil riba padahal mereka telah dilarang melakukannya, dan (disebabkan) mereka memakan harta orang dengan jalan yang salah (tipu, judi dan sepertinya). Dan (ingatlah) Kami telah menyediakan bagi orang-orang kafir diantara mereka. Azab seksa yang tidak terperi sakitnya.⁸⁹

Peringkat ketiga, pasang surut ayat pelarang riba yang mengenakan bayaran tambahan secara melampau pada kadar yang berlebihan (*gharar al-Fāḥish*) yang terdapat pada Sūrah Āli 'Imrān (3): 130. Tahapan ini, riba diharamkan dengan dikaitkan kepada sesuatu tambahan yang berlipat-lipat ganda. Para ahli tafsir berpendapat bahawa pengambilan kadar faedah yang cukup tinggi merupakan fenomena yang banyak diamalkan pada masa tersebut. Allah berfirman dalam *al-Qur'ān*:

⁸⁸ *Al-Qur'ān*, Mushaf Malaysia Rasm Uthmani, Tafsir Pimpinan Ar-Rahman, Diterbitkan oleh DarulFikir, 1065.

⁸⁹ *Ibid.*, 885.

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا لَا تَأْكُلُوا الرِّبَا أَضْعَافًا مُّضَاعَفَةً ۖ وَاتَّقُوا اللَّهَ لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ ﴿١٣٠﴾

(Sūrah Āli 'Imrān 3:130)

Terjemahan: Wahai orang-orang beriman! Janganlah kamu makan atau mengambil riba dengan berlipat-lipat ganda, dan hendaklah kamu bertaqwa kepada Allah supaya kamu berjaya.

Peringkat keempat, pelarang amalan riba secara mutlak dan menyeluruh tanpa membezakan diantara bayaran tambahan atau lebihan yang dikenakan dalam jumlah terhad atau banyak. Peringkat terakhir proses bagi menentukan hukum berkaitan riba dalam syariat, dalil *Qat'i* mengenai haram riba.

Allah SWT dengan pemilikan dan tegas mengharamkan apapun jenis tambahan yang diambil dari pinjaman, dalam Sūrah al-Baqarah (2):278-279, Allah berfirman:

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَذَرُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا إِن كُنتُمْ مُّؤْمِنِينَ ﴿٢٧٨﴾ فَإِن لَّمْ تَفْعَلُوا فَأْذَنُوا بِحَرْبٍ مِّنَ اللَّهِ وَرَسُولِهِ ۖ وَإِن تُبْتِغُوا فَلََكُمْ رَأْسُ أَمْوَالِكُمْ لَا تَظْلِمُونَ وَلَا تُظْلَمُونَ ﴿٢٧٩﴾

(Sūrah al-Baqarah 2:278-279)

Terjemahan: Wahai orang-orang yang beriman! Bertaqwalah kamu kepada Allah dan tinggalkanlah (jangan menuntut lagi) saki baki riba (yang masih ada pada orang berhutang) itu, jika benar kamu orang-orang yang beriman. Oleh itu, kalau kamu tidak juga melakukan (perintah mengenai larangan riba itu), maka ketahuilah kamu: akan adanya peperangan dari Allah dan RasulNya, (akibatnya kamu tidak menemui selamat), Dan jika kamu bertaubat, maka hak kamu (yang sebenarnya) ialah pokok asal harta kamu. Dengan yang demikian kami tidak berlaku zalim kepada sesiapa, dan kamu juga tidak dizalimi ”

- **Larangan Riba dalam *al-Sunnah***

Dalam amanat terakhirnya pada dalam amalannya Haji Wada' tanggal 9 *Dzū al-Hijjah* tahun 10 Hijriyyah, Rasullullah saw, masih menekankan sikap Islam yang melarang riba. “ Ingatlah bahawa kamu akan menghadap Tuhanmu dan Dia pasti akan menghitung amalanmu. Allah telah melarang kamu mengambil riba. Oleh kerana itu,

hutang akibat riba mesti dihapuskan. Modal (pokok hutang) kamu adalah hak kamu. Kamu tidak akan menderita ataupun mengalami ketidak-adilan”.⁹⁰

Diriwayatkan oleh ‘Abd al-Rahman bin Abu Bakar bahawa ayahnya berkata,”Rasulullah saw, melarang penjualan emas dengan emas dan perak dengan perak terkecuali sama beratnya, dan membolehkan kita menjual emas dengan perak dan begitu sebaliknya sesuai dengan kehendak kita”(HR al-Bukhari no.2034, kitab *al-Buyu*).⁹¹

Diriwayatkan oleh Abu Sa’id al-Khudri bahawa Rasulullah saw bersabda, “Emas hendaklah dibayar dengan emas, perak dengan perak, gandum dengan gandum, garam dengan garam, bayaran mesti dari tangan ke tangan (*cash*). Sesiapa yang memberi tambahan atau meminta tambahan, sesungguhnya ia telah berurusan dengan riba. Penerima dan pemberi sama-sama bersalah”. (HR.Muslim no.2971, dalam kitab *al-Musaqqah*).⁹²

Selanjutnya sabda Rasulullah dalam *ḥadīth* yang dirawikan oleh HR.Muslim no.2995, kitab *al-Musaqqah* yang ertinya; “Jabir berkata bahawa Rasulullah saw mengutuk orang yang menerima riba, orang yang membayarnya, dan orang yang mencatatnya, dan dua orang saksinya, kemudian beliau bersabda, “Mereka itu semuanya sama”⁹³

2.3.2 Gharar

Gharar (غرر) merujuk etimologi adalah bahaya, sedangkan *taghrīr* (تغريير) adalah memancing terjadinya bahaya atau membuatnya binasa.⁹⁴ Merujuk bahasa Arab, makna *al-Gharar* (الغرر) berarti pertaruhan atau bahaya. Pertaruhan atau bahaya dalam bahasa

⁹⁰ Muhammad Shafī‘ī Antonio, *Bank Shari‘ah dari Teori ke Praktik*, (Jakarta:Gema Insani Press, 2001), 51.

⁹¹ *Ibid.*, 52.

⁹² *Ibid.*, 53.

⁹³ *Ibid.*, 54.

⁹⁴ Kamus Arab-Indonesia al-Azhar, Penyusun S.Askar, Penerbit Senayan Publishing, Jakarta Selatan (2010), 566.

Arab disebut *al-Khaṭr* (الخطر), ancaman (*risk or uncertainty*) kerana sesuatu yang dijadikan objek akad bersifat tidak pemilikan (*ghaib*).⁹⁵

Gharar (غرر) berarti tipuan yang mengandung kemungkinan besar tidak adanya kerelaan menerimanya manakala diketahui dan ini termasuk memakan harta orang lain secara tidak benar.

Manakala *gharar* (غرر) merujuk istilah fiqih, mencakup kecurangan *ghish* (غيس), tipuan *khida'* (خدع) dan ketidakjelasan pada barangan *jihālah* (جحاله), juga ketidakmampuan bagi menyerahkan barangan.⁹⁶ Oleh kerananya *gharar* dapat diertikan seperti ancaman atau bahaya yang identik dengan risiko dan ketidakpastian. Jadi dalam Islam bahawa transaksi yang bersifat tidak pasti disebut *gharar*.⁹⁷

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا إِنَّمَا الْخَمْرُ وَالْمَيْسِرُ وَالْأَنْصَابُ وَالْأَزْلَمُ رِجْسٌ مِّنْ عَمَلِ
الشَّيْطَانِ فَاجْتَنِبُوهُ لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ ﴿٩٠﴾
(Sūrah al-Mā'idah 5: 90)

Terjemahan: Wahai orang-orang yang beriman! Bahawa sesungguhnya arak, dan judi, dan pemujaan berhala, dan mengundi nasib dengan batang-batang anak panah, adalah (semuanya kotor (keji) dari perbuatan Syaitan. Oleh itu hendaklah kamu menjauhinya supaya kamu berjaya..

Undang-undang Nomor 21 Tahun 2008 tentang Perbankan Sharī'ah mendefinisikan *gharar* seperti transaksi yang objeknya tidak pemilikan, tidak dimiliki, tidak diketahui keberadaannya, atau tidak dapat diserahkan pada saat transaksi dilakukan terkecuali diatur lain dalam sharī'ah.⁹⁸

• **Gharar menurut para *Fuqahā'***

Definisi *gharar* merujuk para ahli fekah dari pelbagai mazhab memberikan pengertian yang relatif sama, diantara definisi merujuk Imam al-Sarakhsī, Imam al-

⁹⁵ Burhanuddin.S , *Fiqh Muamalah: Dasar-Dasar Transaksi dalam Ekonomi dan Bisnis*, (Yogyakarta:Ijtihad Ilmu,2010), 73.

⁹⁶ Wahbah az-Zuhaili,*Fiqh Islam wa Adillatuhu*, Jilid 5, (Jakarta:Darul Fikir, 2011), 101.

⁹⁷ *Ibid*.

⁹⁸ Ahmad Ifham Sholihin , *Buku Pintar Ekonomi Sharī'ah* , (Jakarta:PT. Gramedia Pustaka Utama, 2002), 288.

Qarafi, Imam asy-Shairāzī, Ibn Taymiyyah, Ibn Qayyim, Ibn Hazm serta Mustafa al-Zarqā.⁹⁹

Menurut Imam al-Sarakhsī dari mazhab Hanafi mengatakan bahawa *gharar* (غرر) adalah jual beli yang tidak diketahui akibatnya. Imam al-Qarafi dari mazhab Maliki mengatakan bahawa *gharar* adalah jual beli yang tidak diketahui apakah barangan boleh diperolehi atau tidak, seperti jual beli burung yang ada di udara dan ikan yang ada di dalam air. Imam asy-Shairāzī dari mazhab Shafi'i mengatakan bahawa *gharar* adalah jual beli yang tidak pemilikan barangan dan akibatnya. Sedangkan Ibnu Taymiyyah mengatakan bahawa *gharar* adalah jual beli yang tidak diketahui akibatnya, dan Ibn Qayyim mengatakan bahawa *gharar* adalah jual beli yang mana barangan tidak dapat diserahkan, baik barangan itu ada mahupun tidak, seperti jual beli budak yang lari dan unta yang terbiar.¹⁰⁰

Merujuk Ibn Hazm bahawa *gharar* adalah transaksi di mana pembeli tidak tahu barangan apa yang dibelinya dan penjual tidak tahu barangan apa yang dijualnya.¹⁰¹

Mustafa al-Zarqā memberikan definisi *gharar*, iaitu jual beli barangan-barangan yang tidak pasti adanya atau tidak pasti batasan-batasannya, kerana mengandung spekulasi dan tipuan yang menyerupai sifat perjudian.¹⁰²

- **Jenis Gharar**

Jenis *gharar* yang membatalkan jual beli adalah *gharar* yang tidak pemilikannya wujud barangan, iaitu setiap transaksi yang mana barangan masih dimungkinkan ada atau tidak adanya. Manakala *gharar* yang menyangkut sifat sahaja hanya mengakibatkan rosaknya jual beli, tetapi tidak batal.¹⁰³

⁹⁹ Wahbah az-Zuhaili, *Fiqh Islam wa Adillatuhu*, Jilid 5, (Jakarta: Darul Fikir, 2011), 101.

¹⁰⁰ *Ibid.*

¹⁰¹ *Ibid.*

¹⁰² *Ibid.*

¹⁰³ *Ibid.*

Transaksi yang mengandung *gharar* hukumnya haram kerana adanya pertaruhan yang didapati sikap permusuhan bagi pihak yang dirugikan. Sepertimana yang tercantum dalam *ḥadīth*, “Rasullullah telah melarang jual beli barangan yang mengandung *gharar* (HR. Muslim dari Abu Hurairah).

Menurut pandangan Ibn Rushd, *gharar* dapat dibezakan menjadi tiga tingkatan, iaitu:¹⁰⁴ *gharar* yang berlebihan *gharar al-Katsīr* (غرر الكثير) (), *gharar* yang sederhana *gharar al-mutawassith* (غرر المتوسطة) dan *gharar* yang terhad *gharar al-yaṣīr* (غرر يئير). *Gharar* yang berlebihan tersemat sesuatu unsur yang boleh membatalkan akad sehingga *gharar* yang demikian dilarang oleh syara'. *Gharar* yang pertengahan, pelarangannya tertakluk kepada keurgenan orang banyak; jika dikehendaki banyak orang dibolehkan, tetapi diharamkan sekiranya dijadikan seperti helah terhadap perniagaan. Manakala terhadap *gharar* yang terhad (*gharar al-yaṣīr*) dimaafkan dan tidak dapat membatalkan akad. Para *fuqahā'* menetapkan tiga syarat bagi *gharar* yang dimaafkan, iaitu¹⁰⁵: *gharar* tersebut kecil dan terhad (2) perniagaan tersebut diperlukan oleh masyarakat ramai (3) *gharar* itu sendiri tidak mampu dielakkan terkecuali dengan amat sukar bagi mengelaknya.

Gharar dapat dibezakan menjadi empat, iaitu:¹⁰⁶

- a). *Gharar* dalam kuantiti, misalnya membeli ikan yang masih berada dalam air (kolam), sehingga tidak dapat diketahui oleh kedua belah pihak berapa jumlah dan timbangannya sehingga wujudnya unsur penipuan. “Janganlah kalian membeli ikan yang masih dalam air, kerana merupakan *gharar* (HR. Ahmad bin Hanbal, no: 3494 dalam kitab Musnad Abdullah bin Mas'ud)¹⁰⁷.
- b). *Gharar* dalam kualiti, misalnya menjual anak lembu yang masih dalam kandungan induknya. Dalam jual beli ini masing-masing pihak penjual dan pembeli keduanya tidak

¹⁰⁴ Ibnu Rusyd, 1325, *Al-Muqaddimah al-Mumahhidah* dalam Nazaruddin Abdul Wahid, “*Sukuk Memahami & Membedah Bon pada Perbankan Shari'ah*”, (Yogyakarta: Penerbit Ar-Ruzz Media, 2010), 262.

¹⁰⁵ Ibnu Juzay, Muhammad Ibnu Ahmad al-Gharnati, “*Qawanin al-Ahkam al-Shar'iyyah*”, (Kairo: Alam al-Fikr, 1975), p.268

¹⁰⁶ Burhanuddin . S (2010), *Fiqh Muamalah: Dasar-Dasar Transaksi dalam Ekonomi dan Bisnis*, (Yogyakarta, Ijtihad Ilmu, 2010), 73.

¹⁰⁷ HR. Ahmad bin Hanbal, no: 3494.

mengetahui kualiti objek yang di transaksikan. Dari riwayat Ibnu ‘Umar r.a dinyatakan bahawa: Rasulullah SAW telah melarang penjualan sesuatu yang masih dalam kandungan induknya (HR. Bukhari dan Muslim).

c). *Gharar* dalam harga, terjadi manakala seorang pedagang menjual dengan dua harga secara tidak pasti. Ketidakpastian muncul kerana adanya dua harga dalam satu akad.

Rasulullah SAW melarang dua akad dalam satu transaksi (HR.Ahmad dan Thabrani)

d). *Gharar* dalam penyerahan objek akad.

Setiap jual beli yang tidak diketahui keberadaannya semasa majlis akad, tentu tidak akan diketahui waktu penyerahannya. Oleh kerana itu, dalil-dalil hukum yang berkait dengan gharar keberadaan barangan, berarti berlaku juga dalam gharar yang berkait dengan waktu penyerahan.¹⁰⁸

Jadual 2.1: Perbezaan Risiko dan Gharar

N o	Aspek Perbezaan	Risiko	Gharar
1	Definisi	<ul style="list-style-type: none"> • Ketidakpastian tentang keputusan bagi sesuatu tindakan yang mana lebih dari satu keputusan mungkin terdapat • Kemungkinan berlaku penyimpangan yang tidak menyenangkan terhadap dapatan sesuatu aktiviti dari pada apa yang diingini 	Ketidakpastian, bahaya, penipuan, salah tanggapan, sesuatu yang tidak diketahui akibatnya
2	Kesan ke atas kontrak	Kewujudan risiko tidak semestinya menyebabkan sesuatu kontrak tidak sah	Kewujudan <i>gharar al-Fāhish</i> menjadi faktor sesuatu kontrak tidak sah
3	Kawalan	Di luar kawalan manusia	Yang mana dikawal
4	Hubungkait dengan kontrak	Sesuatu yang diluar kontrak	Gharar merupakan sebahagian dari pada kontrak

Sumber: Nor Fahimah Mohd Razif & Shamsiah Mohamad (2011)¹⁰⁹

¹⁰⁸ HR. Ahmad bin Hanbal, no: 3494

¹⁰⁹ Nor Fahimah Mohd Razif & Shamsiah Mohamad, “ *Risiko-Risiko dalam Kewangan Semasa: Penilaian daripada Perspektif Islam*”. website; [http://www.International Conference on Management \(Proceeding, ICM, 2011\), 378](http://www.International Conference on Management (Proceeding, ICM, 2011), 378).

2.3.3 *Maysir*

Dalam bahasa Arab, *maysir* (ميسر) merupakan nama terbitan yang berasal dari kata dasar *yasara* (يسر). Kata *yasara* (يسر) merujuk para ulama berasal dari kata *al-yusr* (اليسر) ertinya mudah, kerana si penjudi mengambil atau mendapat harta secara mudah dan senang tanpa perlu bersukar payah, *al-yasār* (اليسار) iaitu kesenangan, kerana judi itu menjadi penyebab kesenangan dan kemewahan si penjudi apabila ia menang.

Al-yusr (اليسر) iaitu kewajipan yang terkena ke atas seseorang, kerana apabila si penjudi itu menang pertarungan, pihak yang lagi satu mesti membayar. *Maysir* (ميسر) sering ditakrifkan oleh para ulama seperti *qimār* (قمار). Dari segi bahasa, *qimār* memberi erti pertarungan atau perjudian.¹¹⁰

Qimār (قمار) mempunyai makna “apa yang tidak terterkecuali salah seorang dari kedua-dua pemainnya dari pada mendapat keuntungan ataupun tanggungan. Atau memindahkan pemilikan harta dengan cara saling membeli risiko.”

Berasaskan takrifan di atas adalah pemilikan bahawa *qimār* melibatkan sesuatu pertarungan diantara dua orang atau lebih, pihak yang menang akan mendapat harta yang dipertaruhkan. Oleh kerana judi atau *maysir* adalah *qimār*, maka pertarungan seperti ini dilarang oleh syarak kerana adanya unsur judi dan mengambil harta orang lain dengan jalan batil.¹¹¹

Imam Malik telah membahagikan *maysir* kepada dua jenis, iaitu:

- *Maysir al-lahw* (الهو ميسر) ertinya judi main-main, segala bentuk permainan yang melalaikan.
- *Maysir al-qimār* (القمار ميسر) ertinya judi pertarungan, yang merangkumi apa-apa yang manusia bertaruh wang atau harta padanya.

¹¹⁰ Engku Rabiah Adawiyah binti Engku Ali, “Konsep Judi Menurut al-Qur’ān dan Sunnah, Kertas Kerja Simposium Fiqh Mu’asirah”, anjuran Jabatan Kemajuan Islam Malaysia (JAKIM) Pusat Pentadbiran Kerajaan Persekutuan, (Putrajaya, 2011), 4.

¹¹¹ *Ibid.*

Imam Malik menganggap segala bentuk permainan yang melalaikan seperti bentuk judi (*maysir*), walaupun tidak wujudnya pertaruhan. Manakala, wujudnya pertaruhan, maka ianya bukanlah *qimār* tapi hanya *maysir* jenis *maysir al-lahw*.

Berasaskan pandangan Imam Malik ini, *maysir* adalah lebih awam dari *qimār*. Semua *qimār* adalah *maysir*, tapi bukan semua *maysir* adalah *qimār* sebab tidak mengandung unsur pertaruhan didalamnya.¹¹²

Kata *maysir* dalam bahasa Arab secara *harfiyyah* adalah memperoleh sesuatu dengan amat mudah tanpa kerja keras atau mendapat keuntungan tanpa kerja, yang biasa disebut judi. Judi dalam terminologi agama diertikan seperti “sesuatu transaksi yang dilakukan oleh dua pihak bagi pemilikan sesuatu benda atau khidmat yang menguntungkan satu pihak dan merugikan pihak lain dengan cara mengaitkan transaksi tersebut dengan sesuatu tindakan atau peristiwa tertentu.”¹¹³

Merujuk Undang-Undang Nomor 21 Tahun 2008 tentang Perbankan Sharī‘ah mendefinisikan *maysir* seperti transaksi yang tertakluk kepada sesuatu keadaan yang tidak pasti atau bersifat untung-untungan (*spekulasi*).¹¹⁴

Maysir adalah setiap tindakan atau permainan yang bersifat untung-untungan /spekulasi yang dimaksudkan bagi mendapati keuntungan material yang membawa kesan terjadinya praktik pemilikan harta secara batil.¹¹⁵

Landasan hukum *maysir* dalam *al-Qur’ān*, Allah berfirman:

يَتَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا إِنَّمَا الْحَمْرُ وَالْمَيْسِرُ وَالْأَنْصَابُ وَالْأَزْلَمُ رِجْسٌ مِّنْ عَمَلِ
الشَّيْطَانِ فَاجْتَنِبُوهُ لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ ﴿٩٠﴾ إِنَّمَا يُرِيدُ الشَّيْطَانُ أَنْ يُوقَعَ بَيْنَكُمْ
الْعَدَاوَةَ وَالْبَغْضَاءَ فِي الْحَمْرِ وَالْمَيْسِرِ وَيُصْذِّكُمْ عَنْ ذِكْرِ اللَّهِ وَعَنِ الصَّلَاةِ ۖ فَهَلْ أَنْتُمْ
مُنْتَهُونَ ﴿٩١﴾

(Sūrah al-Mā'idah 5: 90-91)

¹¹² *Ibid.*, 11.

¹¹³ Muhammad Syakir Sula, *Insuran Sharī‘ah Konsep dan Sistem Operasional*, (Jakarta: Penerbit Gema Insani, 2004), 48.

¹¹⁴ *Ibid.*

¹¹⁵ Ahmad Ifham Sholihin, *Buku Pintar Ekonomi Sharī‘ah*, (Jakarta: PT. Gramedia Pustaka Utama, 2002), 479.

Terjemahan: Wahai orang-orang yang beriman! Bahawa sesungguhnya arak, dan judi, dan pemujaan berhala, dan mengundi nasib dengan batang-batang anak panah, adalah (semuanya) kotor (keji) dari perbuatan Syaitan. Oleh itu hendaklah kamu menjauhinya supaya kamu berjaya. Sesungguhnya Syaitan itu hanyalah bermaksud mahu didapati permusuhan dan kebencian diantara kamu dengan sebab arak dan judi, dan mahu memalingkan kamu dari pada mengingat Allah dan dari pada mengerjakan sembahyang. Oleh itu, mahukah kamu berhenti (dari pada melakukan perkara-perkara yang keji dan kotor itu atau kamu masih berdegil.”

يَسْأَلُونَكَ عَنِ الْخَمْرِ وَالْمَيْسِرِ ۖ قُلْ فِيهِمَا إِثْمٌ كَبِيرٌ وَمَنْفَعٌ لِلنَّاسِ وَإِثْمُهُمَا
أَكْبَرُ مِنْ نَفْعِهِمَا ۚ وَيَسْأَلُونَكَ مَاذَا يُنْفِقُونَ قُلِ الْغَفْوُ ۚ كَذَلِكَ يُبَيِّنُ اللَّهُ لَكُمْ
الْآيَاتِ لَعَلَّكُمْ تَتَفَكَّرُونَ ﴿٢١٩﴾

(Sūrah al-Baqarah 2 :219)

Terjemahan: Mereka bertanya kepadamu (wahai Muhammad) mengenai arak dan judi. Katakanlah,”Pada keduanya ada dosa besar dan ada pula beberapa manfa’at bagi manusia, tetapi dosa keduanya lebih besar dari pada manfa’atnya.¹¹⁶

2.4 Konsep Harta dalam Islam

Harta dalam bahasa Arab disebut *al-māl* (المال) berasal dari kata *māla - yamīlu- maila* (مال - يميل - ميلا) yang bererti condong, cenderung atau miring. *Al-māl* juga diertikan seperti segala sesuatu yang menyenangkan manusia dan mereka pelihara, baik dalam bentuk material, mahupun manfaat. *Al- māl* dalam bahasa awam adalah wang atau harta, sedangkan merujuk istilah, ialah segala benda yang berharga dan bersifat material serta beredar di antara manusia.¹¹⁷

Definisi *al- māl* merujuk Ulama Hanafiyah iaitu segala apa yang diminati manusia dan dapat dihadirkan manakala diperlukan atau segala sesuatu yang dapat dimiliki, disimpan, dan dapat dimanfaatkan, akan tetapi merujuk jumhur ulama, selain Ulama Hanafiyah, *al-māl* (harta) merupakan segala sesuatu yang mempunyai nilai, dan dikenakan ganti rugi bagi orang yang merosak dan melenyapkannya.¹¹⁸

¹¹⁶ Muhammad Syakir Sula. *Loc.cit.*, 84.

¹¹⁷ Hendi Suhendi. *Loc.cit.*, 10.

¹¹⁸ Nasrun Haroen, *Fiqh Muamalah*, Cetakan ke-2, (Jakarta: Penerbit Gaya Media Pratama, 2007), 73.

Allah SWT berfirman dalam Sūrah Āli 'Imrān 3:14

زَيْنَ النَّاسِ حُبُّ الشَّهَوَاتِ مِنَ النِّسَاءِ وَالْبَنِينَ وَالْقَنَاطِيرِ الْمُقَنْطَرَةِ مِنَ الذَّهَبِ
وَالْخَيْلِ الْمُسَوَّمَةِ وَالْأَنْعَامِ وَالْحَرْثِ ۚ ذَٰلِكَ مَتَاعُ الدُّنْيَا ۗ وَاللَّهُ

عِنْدَهُ حُسْبُ الْمَآبِ ﴿١٤﴾

(Sūrah Āli 'Imrān 3:14)

Terjemahan: Dihiaskan (dan dijadikan indah) kepada manusia: kesukaan kepada benda-benda yang diinginkan nafsu, yaitu perempuan-perempuan dan anak-pinak; harta benda yang banyak berpikul-pikul, : pada (pandangan) manusia kecintaan kepada apa-apa yang diinginkan, Yaitu: wanita-wanita, anak-anak, harta yang banyak dari jenis emas, perak, kuda pilihan, binatang-binatang ternak[186] dan sawah ladang. Itulah kesenangan hidup antar bangsa, dan di sisi Allah-lah tempat kembali yang baik (surga).

Rasulullah SAW bersabda: Sebaik-baik harta ialah yang berada pada orang Shaleh (HR. Bukhari Muslim)

لَهُ مُلْكُ السَّمَوَاتِ وَالْأَرْضِ وَإِلَى اللَّهِ تُرْجَعُ الْأُمُورُ

(Sūrah Al-Hadid 57:5)

Terjemahan: Dialah sahaja yang menguasai dan mempunyai langit dan bumi; dan kepada Allah jualah dikembalikan segala urusan.

Allah berfirman dalam Sūrah al-Baqarah 2: 29-30

هُوَ الَّذِي خَلَقَ لَكُمْ مَا فِي الْأَرْضِ جَمِيعًا ثُمَّ أَسْتَوَىٰ إِلَى السَّمَاءِ فَسَوَّاهُنَّ سَبْعَ

سَمَوَاتٍ ۚ وَهُوَ بِكُلِّ شَيْءٍ عَلِيمٌ ﴿٢٩﴾ وَإِذْ قَالَ رَبُّكَ لِلْمَلَائِكَةِ إِنِّي جَاعِلٌ فِي الْأَرْضِ

خَلِيفَةً ۖ قَالُوا أَتَجْعَلُ فِيهَا مَنْ يُفْسِدُ فِيهَا وَيَسْفِكُ الدِّمَاءَ وَنَحْنُ نُسَبِّحُ بِحَمْدِكَ وَنُقَدِّسُ

لَكَ ۖ قَالَ إِنِّي أَعْلَمُ مَا لَا تَعْلَمُونَ ﴿٣٠﴾

(Sūrah al-Baqarah 2:29-30)

Terjemahan: Dialah (Allah) yang menjadikan bagi kamu segala yang ada di bumi, kemudian ia menuju dengan kehendakNya ke arah (bahan-bahan) langit, lalu dijadikannya tujuh langit dengan sempurna; dan ia Maha Mengetahui akan tiap-tiap sesuatu. Dan (ingatlah) manakala Tuhanmu berfirman kepada malaikat: “Sesungguhnya Aku hendak menjadikan seorang khalifah di bumi”. Mereka bertanya (tentang hikmat ketetapan Tuhan itu dengan berkata): “ Adakah Engkau (ya Tuhan kami) hendak menjadikan di bumi itu orang yang akan membuat bencana dan menumpahkan darah (berbunuh-bunuhan), padahal kami senantiasa bertasbih dengan memuji Mu dan mensucikanMu?”. Tuhan berfirman : “

Sesungguhnya Aku mengetahui akan apa yang kamu tidak mengetahuinya”.

Isi kandungan kedua didefinisikan di atas, terdapat perbedaan intipati harta yang dikemukakan jumhur ulama dengan ulama Hanafiyah. Menurut jumhur ulama, harta itu tidak hanya bersifat material, melainkan juga termasuk manfaat dari sesuatu benda. Akan tetapi, ulama Hanafiyah berpendirian bahwa yang dimaksud dengan harta itu hanya yang bersifat material, sedangkan manfaat termasuk ke dalam pengertian milik.¹¹⁹

Milik adalah segala sesuatu yang dapat digunakan secara khusus dan tidak dicampuri penggunaannya oleh orang lain. Harta adalah segala sesuatu yang dapat disimpan bagi digunakan manakala diperlukan. Dalam penggunaannya, harta yang mana dicampuri oleh orang lain. Jadi merujuk ulama Hanafiyah yang dimaksud harta hanyalah sesuatu yang berwujud (*a'yan*). Manakala merujuk ulama lainnya, bahwa yang dimaksud dengan harta ialah segala zat (*'ain*) yang berharga, bersifat material yang berkitar diantara manusia.¹²⁰

2.4.1 Unsur-Unsur Harta

Merujuk para *fuqahā'* harta bersendi pada dua unsur, yaitu unsur '*aniyah*' dan unsur '*urf*'. Unsur '*aniyah*' ialah bahwa harta itu ada wujudnya dalam kenyataan (*a'yan*). Manfaat sebuah rumah yang dipelihara manusia tidak disebut harta, tetapi termasuk milik atau hak.¹²¹

Unsur '*urf*' ialah segala sesuatu yang dipandang harta oleh keseluruhan manusia atau sebahagian manusia, tidaklah manusia memelihara sesuatu terkecuali menginginkan manfaatnya, hak manfaat *madiyah* mahupun manfaat *ma'nawiyah*.¹²²

Junus Gozali menjelaskan, bahwa harta terdiri atas dua unsur, yaitu:¹²³

¹¹⁹ *Ibid.*, 74.

¹²⁰ Hendi Suhendi, *Fiqh Muamalah*, (Jakarta: Penerbit Rajagrafindo Persada, 2010), 10.

¹²¹ Sohari.S dan Ru'fah.A, *Fikih Muamalah*, (Bogor: Ghalia Indonesia, 2011), p.17

¹²² Hendi Suhendi, *op.cit.*, 11-12.

¹²³ Sohari.S dan Ru'fah. *op.cit.*, 17.

- Benda tetap yakni benda-benda yang tidak mungkin dapat dipindahkan, seperti tanah.
- Benda bergerak yakni benda yang dapat dipindahkan dari tempat yang satu ke tempat yang lainnya, seperti rumah, pohon, bangunan dan barangan-barangan yang lain.

Merujuk Imam Malik, rumah dan bangunan dan pohon termasuk benda tetap, kerana jika dipindahkan maka bentuk asalnya akan berubahnya.¹²⁴

2.4.2 Kedudukan Harta

Harta termasuk salah satu keperluan pokok manusia dalam menjalani kehidupan antar bangsa ini, sehingga oleh para ulama fekah persoalan harta dimasukkan ke dalam salah satu *al-dharuriyat al-khamsah* (lima keperluan pokok), yang terdiri atas, agama, jiwa, akal, keturunan, dan harta.¹²⁵

Kedudukan harta selain keperluan pokok bagi manusia, juga harta juga merupakan perhiasan kehidupan dunia, sebagai sesuatu cara bagi memenuhi kesenangan, seperti cobaan (*fitnah*), serta sebagai wadah bagi menghimpun bekal menuju akhirat.¹²⁶

Kedudukan harta seperti keperluan pokok manusia dan seperti wadah bagi memenuhi kesenangan, tercantum di dalam Firman Allah SWT,

وَوَجَدَكَ عَائِلًا فَأَغْنَىٰ

(Sūrah al-Dhuha 93:8)

Terjemahannya: dan Dia didapatiNya engkau miskin, lalu Ia memberikan kekayaan?

Seterusnya Firman Allah SWT menjelaskan kedudukan dan fungsi harta dalam Islam adalah seperti perhiasan kehidupan dunia, tercantum dalam *al-Qur'ān*, Sūrah al-Kahfi (18): 46

¹²⁴ *Ibid*

¹²⁵ Nasrun Haroen, *Fiqh Muamalah*, Cetakan ke-2, (Jakarta: Penerbit Gaya Media Pratama, 2007), 75.

¹²⁶ Abdul Rahman Ghazaly, Ghufroon Ihsan dan Sapiudin Shiddiq, *Fiqh Muamalat*, (Jakarta: Penerbit Kecana, 2008), 39.

الْمَالُ وَالْبَنُونَ زِينَةُ الْحَيَاةِ الدُّنْيَا

(Sūrah Al-Kahf 18:46)

Terjemahannya: Harta benda dan anak pinak itu, ialah perhiasan hidup dunia

زَيْنٌ لِلنَّاسِ حُبُّ الشَّهَوَاتِ مِنَ النِّسَاءِ وَالْبَنِينَ وَالْقَنَاطِيرِ الْمُقَنْطَرَةِ مِنَ الذَّهَبِ وَالْفِضَّةِ وَالْخَيْلِ الْمُسَوَّمَةِ وَالْأَنْعَامِ وَالْحَرْثِ ۗ ذَٰلِكَ مَتَاعُ الْحَيَاةِ الدُّنْيَا ۗ وَاللَّهُ عِنْدَهُ حُسْنُ الْمَبَاقِ

(Sūrah Āli 'Imrān 3:14)

Terjemahan: Dihiaskan (dan dijadikan indah) kepada manusia: kesukaan kepada benda-benda yang diinginkan nafsu, yaitu perempuan-perempuan dan anak pinak; harta benda yang banyak berpikul-pikul, dari emas dan perak, kuda peliharaan yang bertanda lagi terlatih; dan binatang-binatang ternak serta kebun-kebun tanaman. Semuanya itu ialah kesenangan hidup antar bangsa. Dan (ingatlah), pada sisi Allah ada tempat kembali yang sebaik-baiknya (iaitu Syurga).

Terkutuklah, orang yang menjadi hamba dinar dan terkutuklah orang-orang yang menjadikan hamba dirham (HR. Tarmidzi)

Kedua ayat dan *ḥadīth* tersebut menjelaskan bahawa kedudukan harta adalah seperti perhiasan kehidupan manusia, sehingga harta mempunyai kedudukan seperti keperluan pokok manusia juga seperti perhiasan kehidupan dunia. Allah mengutuk sesiapa yang menjadikan hartanya seperti barangan paling urgen dalam hidupnya.

Kedudukan harta juga seperti cobaan, Allah berfirman;

إِنَّمَا أَمْوَالُكُمْ وَأَوْلَادُكُمْ فِتْنَةٌ وَاللَّهُ عِنْدَهُ أَجْرٌ عَظِيمٌ

(Sūrah Al-Taghabun 64:15)

Terjemahan: Sesungguhnya harta benda kamu dan anak-anak kamu itu hanyalah menjadi ujian, dan disisi Allah jualah pahala yang besar.

Selanjutnya penjelasan harta seperti wadah bagi menghimpun bekal menuju kehidupan akhirat, Allah berfirman:

الَّذِينَ يُنْفِقُونَ أَمْوَالَهُمْ فِي سَبِيلِ اللَّهِ ثُمَّ لَا يُتَّبَعُونَ مَا أَنْفَقُوا مِنَّا وَلَا أَذَىٰ هُمْ أَجْرُهُمْ عِنْدَ رَبِّهِمْ وَلَا خَوْفٌ عَلَيْهِمْ وَلَا هُمْ يَحْزَنُونَ

(Sūrah al-Baqarah 2:262)

Terjemahannya: Orang-orang yang membelanjakan hartanya pada jalan (ugama) Allah, kemudian mereka tidak mengiringi apa yang mereka belanjakan itu dengan perkataan membangkit-bangkit (pemberiannya), dan tidak pula menyinggung atau menyakiti (pihak yang diberi) mereka beroleh pahala disisi Tuhan mereka, dan tidak ada kebimbangan (dan berlakunya peristiwa yang tidak baik) terhadap mereka, dan mereka pula tidak akan berdukacita.

أَنْفَرُوا خِفَافًا وَثِقَالًا وَجَاهِدُوا بِأَمْوَالِكُمْ وَأَنْفُسِكُمْ فِي سَبِيلِ اللَّهِ ذَٰلِكُمْ خَيْرٌ لَّكُمْ

إِنْ كُنْتُمْ تَعْلَمُونَ ﴿٤١﴾

(Sūrah Al-Taubah 9:41)

Terjemahan: Pergilah kamu beramai-ramai (bagi berpegang pada jalan Allah), sama ada dengan keadaan ringan (dan mudah bergerak) ataupun dengan keadaan berat (disebabkan pelbagai tanggungjawab); dan berjihadlah dengan harta benda dan jiwa kamu pada jalan Allah (bagi membela Islam). Yang demikian amatlah baik bagi kamu, jika kamu mengetahui.

وَأَتَوْهُمْ مِّن مَّالِ اللَّهِ الَّذِي ءَاتَاكُمْ

(Sūrah Al-Nuur 24:33)

Terjemahan: dan berikanlah kepada mereka sebahagian dari harta Allah yang dikaruniakan-Nya kepadamu.

Isi kandungan dari ketiga Sūrah di atas menjelaskan bahawa pemilikan harta pada hakikatnya berasal dari Allah yang diberikan kepada manusia seperti pengemban amanah. Dalam memanfaatkan harta benda hendaknya sesuai dengan apa yang telah menjadi kehendak Allah. Oleh kerananya, maka kedudukan harta sebagai wadah bagi beribadah kepada Allah dengan membelanjakan harta tersebut di jalan Allah bagi membela Ugama Islam.

2.4.3 Fungsi Harta dalam Perspektif Islam

Fungsi harta amat banyak, baik kegunaan dalam hal yang baik, mahupun yang buruk. Manakala beberapa fungsi harta dapat dijelaskan seperti berikut;¹²⁷

¹²⁷ Hendi Suhendi, *Fiqh Muamalah*, (Jakarta: Penerbit Rajagrafindo Persada, 2010), 27-29.

- a. Harta berfungsi bagi menyempurnakan dalam amalannya ibadah yang khas (*mahdhah*), sebab bagi ibadah diperlukan alat-alat seperti kain seperti penutup aurat dalam pelaksanaan solat, bekal bagi menunaikan ibadah haji, berzakat, sedekah, infaq serta waqaf dan lainnya.
- b. Bagi mempertingkat keimanan (ketakwaan) kepada Allah, sebab kefakiran cenderung mendekatkan diri kepada kekufuran, sehingga pemilikan harta dimaksudkan bagi mempertingkat ketakwaan kepada Allah.

Allah SWT, berfirman dalam Qs. Saba (34):39 :

قُلْ إِنَّ رَبِّي يَبْسُطُ الرِّزْقَ لِمَن يَشَاءُ مِنْ عِبَادِهِ وَيَقْدِرُ لَهُ ۖ وَمَا أَنْفَقْتُمْ مِّن شَيْءٍ فَهُوَ يُخْلِفُهُ ۖ وَهُوَ خَيْرُ الرَّازِقِينَ ۝
(Sūrah Saba 34:39)

Terjemahan: Katakanlah (wahai Muhammad): "Sesungguhnya Tuhanku memewahkan rezeki bagi sesiapa yang dikehendakiNya di antara hamba-hamba-Nya, dan ia juga yang menyempitkan baginya: ada apa sahaja yang kamu dermakan maka Allah akan menggantikannya; dan Dialah jua sebaik-baik Pemberi Rezeki”.

- c. Bagi meneruskan kehidupan dari satu period ke period berikutnya, sepertimana firman Allah:

وَلْيَخْشَ الَّذِينَ لَوْ تَرَكَوْا مِنْ خَلْفِهِمْ ذُرِّيَّةً ضِعَفًا خَافُوا عَلَيْهِمْ فَلْيَتَّقُوا اللَّهَ وَلْيَقُولُوا قَوْلًا سَدِيدًا ۝
(Sūrah al-Nisā' 4: 9)

Terjemahan: Dan hendaklah takut (kepada Allah dari pada melakukan aniaya kepada anak yatim oleh) orang-orang (yang menjadi penjaga nya), yang jika ditakdirkan mereka pula meninggalkan anak-anak yang da'if (yatim) dibelakang mereka, (tentulah) mereka akan merasa bimbang terhadap (masa hadapan dan keselamatan) anak-anak mereka: oleh itu hendaklah mereka bertaqwa kepada Allah, dan hendaklah mereka mengatakan perkataan yang betul (menepati kebenaran).

- d. Bagi menyelaraskan antara kehidupan dunia dengan kehidupan akhirat.
 “Bukanlah orang yang baik, yang meninggalkan permasalahan dunia bagi permasalahan akhirat, dan berlaku sebaliknya, karena dunia adalah jalan bagi manusia kepada matlamat akhirat.” (Riwayat al- Bukhari)
- e. Bagi memperkembang dan menegakkan ilmu-ilmu, kerana menuntut ilmu tanpa sokongan material akan terasa sukar.
- f. Bagi memutarakan peranan-peranan kehidupan, yakni adanya pembantu dan tuan.
 Adanya orang kaya dan miskin yang saling membutuhkan sehingga tersusunlah masyarakat yang harmoni dan berkecukupan.
- g. Bagi menumbuhkan silaturrahi, kerana adanya perbezaan dan keperluan.

كَيْ لَا يَكُونَ دُولَةٌ بَيْنَ الْأَغْنِيَاءِ مِنْكُمْ

(Sūrah Al-Hashr 59:7)

Terjemahan:....., (ketetapan yang demikian) supaya harta itu tidak hanya beredar di antara orang-orang kaya dari kalangan kamu.

Merujuk Mustafa Ahmad Zarqa’ bahawa dalam pemilikan dan penggunaan harta, selain bagi kemashlahatan pribadi pemilik harta, juga mesti memberi manfaat dan kemashlahatan bagi orang lain. Oleh kerana itu harta berfungsi sosial sebab pemilik harta sebenarnya hanyalah Allah semata, yang dititipkan ketangan-tangan manusia, sehingga penggunaan harta dalam ajaran Islam mesti bermatlamatkan bagi mendekatkan diri kepada Allah. Peruntukan harta pribadi tidak yang mana hanya bagi pribadi pemilik harta, ianya juga digunakan sebagai fungsi sosial bagi membantu sesama manusia.¹²⁸

Dalam kaitan inilah Rasulullah SAW bersabda: *ḥadīth* yang diriwayatkan al-Tirmizī

إِنَّ فِي الْمَالِ حَقَّ سِوَى الزَّكَاةِ (رواه الترمذی)

Maksudnya: Bahawa pada setiap harta seseorang itu ada hak (orang lain), selain Zakat

¹²⁸ Nasrun Haroen, *Fiqh Muamalah*, Cetakan ke-2, (Jakarta: Penerbit Gaya Media Pratama, 2007), 34.

Hadīth diatas menunjukkan bahawa dalam harta kita terdapat hak orang lain. Hak-hak orang lain yang terdapat di dalam harta seseorang inilah yang disebut dengan hak masyarakat sebagai sesuatu kebajikan bagi kesejahteraan manusia.¹²⁹

2.4.4 Pemilikan Harta

Secara etimologi, kata milik berasal dari bahasa Arab *al-milk* yang bererti penguasaan terhadap sesuatu. *Al-milk* juga bererti sesuatu yang dimiliki (harta). Milik juga merupakan ikatan seseorang dengan sesuatu harta yang diakui oleh syarak, yang menjadikannya mempunyai kekuasaan khusus terhadap harta itu, terkecuali adanya halangan syarak.

Kata “milik” dalam bahasa Indonesia merupakan kata serapan dari kata *al-milk* dalam bahasa Arab yang mempunyai erti penguasaan terhadap sesuatu.¹³⁰

Pemilikan dapat diertikan dengan hak milik, dan dalam bahasa Arab disebut seperti *haqq mali*, iaitu hak-hak, yang berkait dengan harta benda dan manfaat, atau penguasaan terhadap sesuatu yang dimiliki (harta).¹³¹

Allah SWT berfirman dalam Sūrah Āli ‘Imrān(3):2

اللَّهُ لَا إِلَهَ إِلَّا هُوَ الْحَيُّ الْقَيُّومُ ﴿٢﴾

(Sūrah Āli ‘Imrān 3:2)

Terjemahan: Allah, tiada Tuhan (yang berhak disembah) melainkan Dia. Yang Tetap Hidup, Yang Kekal selama-lamanya mentadbirkan sekalian makhlukNya.

Istilah pemilikan (**ملكه**) berasal dari kata milik (**المالك**), yang berarti hak seseorang bagi memanfaatkan harta secara syari’ tanpa mesti minta izin pada pihak lain.¹³² Atas dasar pengertian tersebut, bahawa pemilikan pada dasarnya kaedah yang mengatur kaitan diantara manusia dengan harta benda.

¹²⁹ Muhammad Hidayat, ‘ *The Sharia Economic*, (Jakarta: Zikrul Hakim, 2010), 114.

¹³⁰ Nasrun Haroen, *Fiqh Muamalah*, Cetakan ke-2, (Jakarta: Penerbit Gaya Media Pratama, 2007), 31.

¹³¹ Muhammad Hidayat, *op.cit.*, 114.

¹³² Nasrun haroen. *Loc.cit.*, 2.

Mengikut pandangan Islam, pemilikan harta benda secara hakiki (absolut) merupakan hak Allah.¹³³ Hal ini dijelaskan dalam Firman Allah SWT,

لِلَّهِ مُلْكُ السَّمَوَاتِ وَالْأَرْضِ وَمَا فِيهِنَّ وَهُوَ عَلَى كُلِّ شَيْءٍ قَدِيرٌ ﴿١٢٠﴾
(Sūrah Al-Maa'iddah 5:120)

Terjemahan: Allah jualah yang menguasai alam langit dan bumi serta segala yang ada padanya; dan Dialah jua Yang Maha Kuasa atas tiap-tiap sesuatu”

وَلِلَّهِ مُلْكُ السَّمَوَاتِ وَالْأَرْضِ وَاللَّهُ عَلَى كُلِّ شَيْءٍ قَدِيرٌ ﴿١٨٩﴾
(Sūrah Āli 'Imrān 3:189)

Terjemahan: “Dan bagi Allah jualah kuasa pemerintahan langit dan bumi, dan Allah Maha Kuasa atas tiap-tiap sesuatu.”

لِلَّهِ مَا فِي السَّمَوَاتِ وَمَا فِي الْأَرْضِ وَإِنْ تُبْدُوا مَا فِي أَنْفُسِكُمْ أَوْ تُخْفُوهُ يُحَاسِبْكُمْ بِهِ اللَّهُ فَيَغْفِرُ لِمَن يَشَاءُ وَيُعَذِّبُ مَن يَشَاءُ وَاللَّهُ عَلَى كُلِّ شَيْءٍ قَدِيرٌ ﴿٢٨٤﴾
(Sūrah al-Baqarah 2: 284)

Terjemahan: “Segala yang ada di langit dan yang ada di bumi adalah kepunyaan Allah. Dan jika kamu melahirkan apa yang ada di dalam hati kamu atau kamu menyembunyikannya, nescaya Allah akan menghitung dan menyatakannya kepada kamu. Kemudian Ia mengampunkan bagi sesiapa yang dikehendakiNya dan menyeksa sesiapa yang dikehendakiNya (merujuk undang-undang peraturanNya). Dan (ingatlah), Allah Maha Kuasa atas tiap tiap sesuatu.”

وَأَتَوْهُمْ مِّن مَّالِ اللَّهِ الَّذِي آتَاكُمْ ﴿٢٤٣﴾
(Sūrah An-Nur 24:33)

Terjemahan:” dan berilah kepada mereka sebahagian dari harta Allah yang telah dikaruniakan kepada kamu ”

وَلَا تُؤْتُوا السُّفَهَاءَ أَمْوَالَكُمُ الَّتِي جَعَلَ اللَّهُ لَكُمْ قِيَمًا وَارْزُقُوهُمْ فِيهَا وَاكْسُوهُمْ وَقُولُوا لَهُمْ قَوْلًا مَعْرُوفًا ﴿٤﴾
(Sūrah An-Nisa 4:5)

Terjemahan: “Dan janganlah kamu berikan (serahkan) kepada orang-orang yang belum sempurna akal nya akan harta (mereka yang ada dalam jagaan)

¹³³ Burhanuddin. S, *Fiqh Muamalah: Dasar-Dasar Transaksi dalam Ekonomi dan Bisnis*, (Jakarta: Ijtihad Ilmu, 2010), 11.

kamu, (harta) yang Allah telah menjadikannya bagi kamu semua seperti asas pembangunan kehidupan kamu; dan berilah mereka belanja dan pakaian dari pulangan hartanya (yang kamu perniagakan), dan juga berkatalah kepada mereka dengan kata-kata yang baik.”

Allah S.W.T. berfirman,

ءَامِنُوا بِاللّٰهِ وَرَسُوْلِهِۦ وَاَنْفِقُوْا مِمَّا جَعَلَكُمْ مُّسْتَخْلَفِيْنَ فِيْهِ ۚ فَالَّذِيْنَ ءَامَنُوْا

مِّنْكُمْ وَاَنْفَقُوْا لَهُمْ اَجْرٌ كَبِيْرٌ ﴿٥٧﴾

(Sūrah Al-Hadid 57:7)

Terjemahan: Berimanlah kamu kepada Allah dan Rasul-Nya, dan belanjakanlah (pada jalan kebajikan) sebahagian dari harta benda benda (pemberian Allah) yang dijadikannya kamu menguasainya seperti wakil. Maka orang-orang yang beriman di antara kamu serta mereka membelanjakan (sebahagian dari harta itu pada jalan Allah): mereka tetap beroleh pahala yang besar.

Merujuk para ulama fekah terdapat empat cara pemilikan harta yang disyariatkan Islam:¹³⁴

- a. Melalui penguasaan terhadap harta yang belum dimiliki seseorang atau institusi hukum lainnya, yang dalam Islam disebut harta yang Mubah. Contoh: seseorang menangkap ikan di laut, mengambil batu atau pasir disungai.
- b. Melalui sesuatu transaksi yang dilakukan dengan orang atau sesuatu institusi hukum, seperti jual beli, hibah, dan wakaf.
- c. Melalui peninggalan seseorang, seperti menerima harta warisan dari ahli warisnya yang wafat.
- d. Hasil dari harta yang telah dimiliki seseorang, sama ada hasil itu datang secara semula jadi, seperti buah pohon di kebun, anak lembu yang lahir. Harta yang berasal dari sesuatu usaha pemiliknya seperti pekerja atau keuntungan dagang yang diperolehi seseorang pedagang.

¹³⁴Nasrun Haroen, *op.cit.*, 32.

- **Macam-Macam Pemilikan**

Para ulama fekah membahagi pemilikan itu kepada dua bentuk, iaitu:¹³⁵

a. Pemilikan sempurna (*al-milk at-tamm*), iaitu apabila material dan manfaat harta itu dimiliki sepenuhnya oleh seseorang, sehingga keseluruhan hak yang berkait dengan harta itu di bawah penguasaannya. Milik seperti itu bersifat mutlak, tidak dibatasi waktu dan tidak yang mana digugurkan orang lain. Misalnya, seseorang mempunyai sebuah rumah, maka ia berkuasa penuh terhadap rumah itu dan yang mana ia manfaatkan secara bebas.

Merujuk Wahbah Zuhaili, hak milik yang sempurna adalah hak milik terhadap zat sesuatu (bendanya) dan manfaatnya bersama-sama, sehingga semua hak-hak yang diakui oleh syara' tetap ada di tangan pemilik.¹³⁶ Manakala Abu Zahrah memberikan definisi hak milik yang sempurna adalah sesuatu hak milik yang mengenai zat barangan dan manfaatnya.¹³⁷

b. Pemilikan tidak sempurna (*al-milk an-nasqish*) iaitu apabila seseorang hanya menguasai material itu, tetapi manfaatnya dikuasai orang lain. Seperti sawah seseorang yang pemanfaatannya diserahkan kepada yang lain, baik melalui sewa menyewa mahupun peminjaman.¹³⁸

Muhammad Yusuf Musa memberi definisi hak milik yang tidak sempurna adalah mempunyai manfaatnya sahaja, kerana barangannya milik orang lain, atau mempunyai barangan tanpa manfaatnya.¹³⁹

Merujuk para ulama fekah pemilikan manfaat dapat terjadi melalui lima cara, iaitu¹⁴⁰: (a) al-I'arah, (b) *al-Ijārah*, (c) waqaf, (d) wasiat, dan (e) al-ibahah. Al-i'arah

¹³⁵ Nasrun Haroen, *Fiqh Muamalah*, Cetakan ke-2, (Jakarta: Penerbit Gaya Media Pratama, 2007), 34.

¹³⁶ Wahbah Zuhaili, *Al-Fiqh al-Islami wa- Adilatuh*, (Damaskus Dar al Fikr, 2005, Juz 4), 8.

¹³⁷ Muhammad Abu Zahrah, *Al-Milkiyah wa Nazhariyah al-'aqd fi- al - syari'ah al-Islamiyah*, (Mesir: Dar al-Fikr al-Arabi, 1962), 15.

¹³⁸ Nasrun Haroen, *op.cit* p.35

¹³⁹ Muhammad Yusuf Musa, *Al-Amwal wa Nazhariyah al-'Aqd*, (Mesir: Dar al-Fikr al-Arabi, 1976)

¹⁴⁰ Nasrun Haroen, *Fiqh Muamalah*, Cetakan ke-2, (Jakarta: Penerbit Gaya Media Pratama, 2007), 35.

merupakan aktiviti pinjam meminjam. Al-i'arah adalah akad terhadap pemilikan manfaat tanpa ganti rugi, seperti seseorang meminjam sepeda orang lain.

al-Ijārah merupakan aktiviti sewa menyewa. *al-Ijārah* adalah merupakan pemilikan manfaat dengan kewajiban membayar rugi atau sewa, seperti sewa rumah, sewa kereta. Waqaf merupakan akad pemilikan manfaat bagi keurgenan orang yang diberi waqaf, sehingga ia yang mana memanfaatkannya. Wasiat merupakan akad yang bersifat pemberian sukarela dari pemilik harta kepada orang lain, tanpa ganti rugi, dan hanya berlaku setelah pemberi wasiat wafat.

Al-ibahah adalah harta yang pemiliknya mengizinkan orang lain bagi memanfaatkan, seperti kayu dan buah buahan di kebun, atau harta itu disediakan bagi kepentingan awam.¹⁴¹

Ditinjau dari objeknya, bentuk pemilikan dapat dibezakan menjadi tiga macam:¹⁴²

- *Milk al-'ain* atau disebut pula *milk al-raqabah*, iaitu mempunyai semua benda, baik benda tetap mahupun benda-benda yang dapat dipindahkan, seperti pemilikan terhadap rumah, kebun, kereta.
- *Milk al-manfaat*, iaitu seseorang yang hanya mempunyai manfaatnya sahaja dari sesuatu benda, seperti benda hasil meminjam, waqaf dan lainnya.
- *Milk al-dayn*, iaitu pemilikan kerana hutang, misalnya sejumlah wang yang dipinjamkan kepada seseorang atau pengganti benda yang dirosakkan.

Perbezaan pemilikan manfaat (*milk al-manfa'ah*) dengan hak memanfaatkan sesuatu benda (*haqq al-intifa'*) iaitu:¹⁴³

- Dari segi asalnya. Para ulama fekah menyatakan bahawa pemilikan manfaat diawali dengan sesuatu transaksi dengan segala rukun dan syaratnya, sedangkan pemanfaatan sesuatu benda tidak demikian, kerana pada pemanfaatan sesuatu benda (*haqq al-intifa'*, bendanya memang telah tersedia

¹⁴¹ *Ibid.*

¹⁴² Hendi Suhendi, "Fiqh Muamalah", (Jakarta: Penerbit Rajagrafindo Persada, 2010), 40-41.

¹⁴³ Nasrun Haroen, *op.cit.*, 37.

bagi keurgenan awam atau pemanfaatan benda itu didasari pada izin dari pemilik benda.

- Dari segi makna dan batasannya. Merujuk para ulama fekah, pemilik manfaat lebih kuat dari hak memanfaatkan benda, kerana hak-hak khusus dalam pemilikan manfaat melekat pada benda yang akan dimanfaatkan, tanpa campur tangan pihak lain. Misalnya, penyewa toko berhak sepenuhnya memanfaatkan toko tersebut.
- Dari segi kesan tindakan hukum terhadap benda itu. Hak pemanfaatan sesuatu benda pun lebih lemah dari pemilikan manfaat. Pemilikan manfaat tidak ubahnya seperti milik sendiri, sehingga pemilik manfaat berhak melakukan tindakan hukum terhadap benda ini, yang selaras dengan ketentuan yang disepakati dalam akadnya.

2.5 Konsep Hutang dalam Islam

Hutang dalam bahasa Arab disebut *al-qarḍ* (القرض) yang bererti *al-qath*. *Al-qatʿu* (القطع) mempunyai erti memotong. Harta yang diberikan kepada orang yang meminjam disebut *qarḍ*, kerana merupakan “potongan” dari harta orang yang memberikan pinjaman.¹⁴⁴

Secara istilah, *qarḍ* bermakna menyerahkan harta kepada orang lain bagi digunakan dan akan dikembalikan pada masa yang telah ditentukan.¹⁴⁵

Merujuk ulama Hanafiyah, *qarḍ* adalah harta yang mempunyai kesepadanan diberikan kepada peminjam bagi ditagih. Dengan kata lain, sesuatu transaksi yang

¹⁴⁴ Wahbah Zuhaili, *Fiqh Islam wa adillatuhu*, Jilid 5, (Jakarta: Darul Fikir, Jakarta, 2011), 374.

¹⁴⁵ Al-Jaziri, *Kitab al-Fiqh 'ala' Madhahib al Arba'ah*, Maktabah Tijarah Kubra, Juz 2 (Qaherah: 1969), 339.

dimaksudkan bagi memberikan harta yang mempunyai kesepadanan kepada orang lain bagi dikembalikan yang sepadan dengan itu.¹⁴⁶

Merujuk istilah para *fuqahā'*, hutang ialah memberi hak milik sesuatu barangan kepada orang lain dengan syarat orang tersebut memulangkan semula gantinya tanpa sembarangan tambahan.¹⁴⁷

Mazhab-mazhab yang lain mendefinisikan *qard* seperti bentuk pemberian harta seseorang kepada orang lain dengan ganti harta sepadan yang menjadi tanggungannya yang setara dengan harta yang diambil, dimaksudkan seperti bantuan kepada orang yang diberi sahaja.¹⁴⁸

Konsep hutang dalam Islam dibezakan menjadi dua, iaitu: hutang melalui pinjaman dan hutang melalui pembiayaan. Hutang pinjaman bermakna hutang yang muncul disebabkan oleh pinjaman, baik pinjaman barangan atau pinjaman wang, pada masa yang telah disepakati dengan jumlah yang sama.¹⁴⁹

Secara istilah, *qard* adalah harta yang dipinjamkan seseorang kepada orang lain bagi dikembalikan setelah mempunyai kemampuan. Hutang jenis ini merupakan bentuk pinjaman kebaikan yang akan dikembalikan tanpa imbalan, terkecuali menjangkakan redha Allah. Pinjaman seperti ini biasanya digunakan bagi memenuhi keperluan yang bersifat darurat.

Qard selain pinjaman dalam bentuk wang, dapat pula dalam bentuk barangan yang ditimbang, disukat dan diukur. Kemudian dikembalikan sesuai dengan jumlah atau berat yang dipinjam.¹⁵⁰ Oleh kerananya si pemimjam mesti mengembalikan benda semula yang dipinjam sesuai dengan yang diterima, tanpa ada imbalan atau hadiah yang diberikan. Oleh itu, *qard* merupakan kontrak pinjaman yang bersifat *tabarru'*. Kontrak

¹⁴⁶ Wahbah Zuhaili, *op.cit.*, 374.

¹⁴⁷ Mustafa Al-Kin, Mustafa Al-Bugha dan AliAsy-Syarbaji, "*Al-Fiqh Al-Manhaji Mazhab AlShafi'*", Penerjemah Zulkifli bin Mohamad al Bakri, (Jabatan Kemajuan Islam Malaysia, 2011), 137.

¹⁴⁸ Wahbah Zuhaili, *op.cit* p.375

¹⁴⁹ Hulwati, *Ekonomi Islam*, (Jakarta: Penerbit Ciputat Press, 2009), 47.

¹⁵⁰ Udovitch, *Partnership and Profit in Medieval Islam*, (Ney Jersey: Princeton University Press, 1970), 107.

pinjaman seperti ini dibolehkan, kerana berfungsi bagi menghilangkan kesukaran dan berusaha membantu memenuhi keperluan seseorang.¹⁵¹

Akad *qard* disyariatkan dalam Islam sesuai dengan Firman Allah SWT:

مَنْ ذَا الَّذِي يُقْرِضُ اللَّهَ قَرْضًا حَسَنًا فَيُضْعِفَهُ لَهُ أَضْعَافًا كَثِيرَةً وَاللَّهُ يَقْبِضُ وَيَبْصُطُ وَإِلَيْهِ تُرْجَعُونَ ﴿٢٤٥﴾
(Sūrah al-Baqarah 2:245)

Terjemahan: “Siapakah orang yang (mahu) memberikan pinjaman kepada Allah seperti pinjaman yang baik (yang ikhlas) supaya Allah melipatgandakan balasannya dengan berganda-ganda banyaknya? Dan (ingatlah), Allah jualah Yang menyempitkan dan Yang meluaskan (pemberian rezeki), dan kepada Nya lah kamu semua dikembalikan.”

مَنْ ذَا الَّذِي يُقْرِضُ اللَّهَ قَرْضًا حَسَنًا فَيُضْعِفَهُ لَهُ وَلَهُ أَجْرٌ كَرِيمٌ
(Sūrah Al-Hadid 57:11)

Terjemahan: “Siapakah orang yang mahu memberikan pinjaman kepada Allah, seperti pinjaman yang baik (ikhlas) supaya Allah melipat-gandakan balasannya? Dan (selain itu) ia akan beroleh pahala yang besar!”

Kata *qard* dalam *al-Qur’ān* identik dengan *dayn*, iaitu sesuatu yang berada dalam tanggungan orang lain. Hutang piutang yang terjadi kerana adanya transaksi yang dilakukan secara tidak tunai disebut *dayn*.¹⁵²

Al-dayn merupakan pembiayaan hutang, kerana *al-dayn* berkaitan dengan aset kewangan, seperti wang, surat berharga, saham, sukuk atau lainnya.

Al-dayn merupakan hutang dalam bentuk pembiayaan iaitu harta yang terdapat pada tanggungan orang lain, dan ia termasuk pada penundaan tanggungjawab yang menyebabkan pertukaran nilai.

Al-dayn merupakan kewajipan seseorang bagi membayar wang atau sesuatu yang dianggap sama dengan wang. *Al-dayn* merupakan hutang dengan maksud penundaan tanggung jawab yang muncul dari sesuatu kontrak yang melibatkan pertukaran nilai.¹⁵³

¹⁵¹ Ibid.

¹⁵² Burhanuddin, S, *Fiqh Muamalah: Dasar-Dasar Transaksi dalam Ekonomi dan Bisnis*, (Yogyakarta: Ijtihad Ilmu, 2010), 143.

¹⁵³ Hulwati, ” *Ekonomi Islam*”, (Jakarta: Penerbit Ciputat Press, 2009), 51.

2.6 Pelaburan dalam Perspektif Islam

Pelaburan merupakan perkara urgen dalam pembangunan ekonomi, kerana jika pelaburan berkembang baik maka perekonomian masyarakat dan kerajaan juga agar berkembang dengan baik pula. Peranan institusi kewangan, seperti Pasaran Wang dan Pasaran Modal juga amat diperlukan, terutama peranan institusi perbankan yang akan membantu pelabur atau peniaga bagi melakukan pelaburan di pelbagai aktiviti usaha.¹⁵⁴

Islam mewajibkan umatnya bagi melakukan pelaburan bagi mempersiapkan kehidupan yang lebih baik dimasa yang akan datang.

Allah S.W.T berfirman dalam *al-Qur'ān*,

يٰۤاَيُّهَا الَّذِيْنَ ءَامَنُوْا اتَّقُوا اللّٰهَ وَلْتَنْظُرْ نَفْسٌ مَّا قَدَّمَتْ لِغَدٍ ۚ وَاتَّقُوا اللّٰهَ ۚ اِنَّ اللّٰهَ خَبِيْرٌ
بِمَا تَعْمَلُوْنَ ﴿١٨﴾
(Sūrah Al-Hasyr 59:18)

Terjemahan: “Wahai orang-orang yang beriman! Bertakwalah kepada Allah (dengan mengerjakan suruhanNya dan meninggalkan keseluruhan laranganNya); dan hendaklah tiap-tiap diri melihat dan memperhatikan apa yang telah ia sediakan (dari amal-amalnya) bagi hari esok (hari akhirat); Dan (sekali lagi diingatkan); Bertaqwalah kepada Allah, sesungguhnya Allah Amat Mencakupi PengetahuanNya akan segala yang kamu kerjakan”.

Merujuk Tafsir Ibnu Katsir, firman Allah SWT,

وَلْتَنْظُرْ نَفْسٌ مَّا قَدَّمَتْ لِغَدٍ ۚ

Terjemahan: “dan hendaknya tiap-tiap diri memperhatikan apa yang telah ia sediakan (dari amal-amal nya) bagi hari esok (hari akhirat)”

Maksudnya, hisablah diri kalian sebelum dihisab oleh Allah. Dan lihatlah apa yang telah kalian tabung bagi diri kalian sendiri berupa amal shalih bagi hari esok (akhirat) dan pada saat bertemu dengan Rabb kalian.¹⁵⁵ Ayat selanjut yang menjelaskan tentang pelabur, Allah berfirman,

¹⁵⁴ As-Syarqowi , Al Istithmar' al-Amwal al-Islamiyah, p.14(1985), <http://aliflaamra.blogspot.com>

¹⁵⁵ Tafsir Ibn Katsir Juz 28, 374.

إِنَّ اللَّهَ عِنْدَهُ عِلْمُ السَّاعَةِ وَيُنَزِّلُ الْغَيْثَ وَيَعْلَمُ مَا فِي الْأَرْحَامِ وَمَا تَدْرِي نَفْسٌ مَّاذَا تَكْسِبُ غَدًا وَمَا تَدْرِي نَفْسٌ بِأَيِّ أَرْضٍ تَمُوتُ إِنَّ

اللَّهُ عَلِيمٌ خَبِيرٌ ﴿٣٤﴾

(Sūrah Lukman 31: 34)

Terjemahan: “Sesungguhnya di sisi Allah, pengetahuan yang tepat tentang hari kiamat. Dan Dialah jua yang menurunkan hujan, dan yang mengetahui dengan sebenar-sebenarnya tentang apa yang ada dalam rahim (ibu yang mengandung). Dan tiada seseorang pun yang betul mengetahui apa yang akan diusahakannya esok (sama ada baik atau jahat): dan tiada seorangpun yang dapat mengetahui di bumi negeri manakah ia akan mati. Sesungguhnya Allah Maha Mengetahui, lagi Amat Mencakupi pengetahuanNya.”

“Dan tiada seseorang pun yang betul mengetahui apa yang akan diusahakannya esok“.

Dalam Tafsir Ibn Katṣīr, maksud ayat tersebut, Allah menegaskan bahawa tidak ada seorang pun yang dapat mengetahui dengan pasti apa yang akan diusahakannya esok, sama ada antar bangsa atau di akhirat.¹⁵⁶

Allah S.W.T, berfirman:

وَلَوْ كُنْتُ أَعْلَمُ الْغَيْبَ لَاسْتَكْثَرْتُ مِنَ الْخَيْرِ وَمَا مَسَّنِيَ السُّوءُ ﴿١٨٨﴾

(Sūrah Al-A’raf 7: 188)

Terjemahan: “ Dan kalau aku mengetahui perkara-perkara yang ghaib, tentulah aku akan mengumpulkan dengan banyaknya benda-benda yang mendatangkan faedah dan (tentulah) aku tidak ditimpa kesukaran”.

Merujuk Tafsir Ibn Katṣīr, “Dan kalau aku mengetahui perkara-perkara yang ghaib maka aku akan mengumpulkan harta benda sebanyak banyak nya. Dalam sebuah riwayat aku tidak akan membeli sesuatu yang tidak menguntungkan. Maka aku tidak akan menjual sesuatu melainkan menguntungkanku, sehingga aku tidak tertimpa kemiskinan.

¹⁵⁶ Al-Misbah Al-Munir fi Tahzib Tafsir ibnu Kasir (1999), 849-850.

Ibnu Jarir dan ulama lainnya berkata: “ Hal itu berarti, jika aku mengetahui alam ghaib, niscaya aku akan mempersiapkan diri satu tahun musim paceklik dengan menyimpan hasil panen dari masa subur dengan membeli barangan-barangan pada masa murah bagi persediaan masa mahal”¹⁵⁷

Penjelasan ayat di atas bahawa manusia itu tidak dapat mengetahui dengan pasti apa yang akan diusahakannya esok atau yang akan diperolehinya, manakala demikian mereka diwajibkan berusaha, selanjutnya Allah SWT berfirman dalam Sūrah Ar Ra'd 13:11.

لَهُ مُعَقِّبَتٌ مِّنْ بَيْنِ يَدَيْهِ وَمِنْ خَلْفِهِ يَحْفَظُونَهُ مِنْ أَمْرِ اللَّهِ إِنَّ اللَّهَ لَا يُغَيِّرُ مَا بِقَوْمٍ حَتَّى يُغَيِّرُوا مَا بِأَنْفُسِهِمْ وَإِذَا أَرَادَ اللَّهُ بِقَوْمٍ سُوءًا فَلَا مَرَدَّ لَهُ وَمَا لَهُمْ مِنْ دُونِهِ مِنْ وَالٍ ﴿١١﴾

(Sūrah Ar-Ra'd 13:11)

Terjemahan: Bagi tiap-tiap seorang ada malaikat penjaganya silih berganti dari hadapannya dan dari belakangnya, yang mengawas dan menjaganya (dari sesuatu bahaya) dengan perintah Allah. Sesungguhnya Allah tidak mengubah apa yang ada pada sesuatu kaum sehingga mereka mengubah apa yang ada pada diri mereka sendiri. Dan apabila Allah menghendaki bagi menimpakan kepada sesuatu kaum bala' bencana (disebabkan kesalahan mereka sendiri), maka tiada sesiapaupun yang dapat menolak atau menahan apa yang ditetapkanNya itu, dan tidak ada sesiapaupun yang dapat menolong dan menjaga mereka selain dari padaNya..

Berusaha dalam konsep kewangan adalah melakukan pelaburan, dengan cara berniaga, membuat syarikat mahupun melaburkan wang dengan membeli surat berharga pada pasaran wang atau pasaran modal.

Pelaburan di dalam bahasa Arab disebut *Istithmar* berasal dari kata *thamar*, yang mempunyai erti berbuah sedangkan *Istithmar* diertikan membuahkan atau

¹⁵⁷ Al-Misbah Al-Munir fi Tahzib Tafsir Ibnu Kasir, (1999), 413-414.

memperbanyak atau mendapat. Jadi *Istithmar* bermaksud seperti tuntutan bagi membuahkan atau memperbanyakkan.¹⁵⁸

Seseorang dikatakan memperbanyak hartanya dengan cara melaburkannya dalam erti memperbanyaknya dengan menyuburkannya. Allah berfirman dalam *al-Qur'ān*, tentang “memperbanyak harta” yang memberi erti tentang maksud pelaburan.¹⁵⁹

وَكَانَ لَهُ ثَمَرٌ فَقَالَ لِصَاحِبِهِ وَهُوَ يُحَاوِرُهُ أَنَا أَكْثَرُ مِنْكَ مَالًا وَأَعَزُّ نَفَرًا ﴿٣٤﴾

(Sūrah Al-Kahfi 18: 34)

Terjemahan: “Tuan kebun itu pula ada mempunyai harta (yang lain): lalu berkatalah ia kepada rakannya, semasa ia berbincang dengannya.” Aku lebih banyak harta dari padamu, dan lebih berpengaruh dengan pengikut-pengikutku yang ramai”.

وَكَانَ لَهُ ثَمَرٌ “ Dan dia mempunyai kekayaan besar, “ ada yang berpendapat, “*tsamar*”, itu maksudnya harta atau kekayaan, itulah merujuk riwayat dari Ibn ‘Abbas dan Mujahid, juga Qatadah. Ada juga yang mengatakan bahawa “*tsamar*” itu buah-buahan yang merupakan jamak dari perkataan *tsamrah* (buah).¹⁶⁰

- **Pelaburan Merujuk Istilah Fekah**

Para *fuqahā'* menggunakan istilah *Istithmar* yang bermakna pelaburan. Pelaburan ialah sesuatu usaha bagi mendapati pulangan atau keuntungan. Ia juga digunakan bagi maksud menyuburkan harta dan menambahkannya. Mereka banyak menggunakan maksud tersebut di dalam akad bisnis, seperti *al-Muḍārabah*, *al-Syirkah*, *al-Murābahah* dan *al-Salam*.¹⁶¹ Di antara ahli fekah adalah Imam Malik yang memakai kalimat tersebut dengan pengertian di atas dalam kitabnya *al-Muwatta'* di awal bab *qiraḍ*.

¹⁵⁸ *Kamus Arab-Indonesia al-Azhar*, Penyusun S.Askar, (Jakarta: Penerbit Senayan Publishing, 2010), 46.

¹⁵⁹ Fairuz Abadi.T.th .Qomus Al-Muhith . Beirut, *Muassasah Ar Risalah*, p. 397, <http://aliflaamra.blogspot.com>, diekses 11 Mei 2010

¹⁶⁰ Tafsir Ibn Katṣīr Juz 15, 342.

¹⁶¹ As-Syarqawi, *Al Istithmar' al-Amwal al-Islamiyah* (1985), 14. <http://aliflaamra.blogspot.com>, diekses 10 Juni 2014

Allah berfirman dalam Sūrah An-Nisa' 4:5

وَلَا تُؤْتُوا السُّفَهَاءَ أَمْوَالَكُمُ الَّتِي جَعَلَ اللَّهُ لَكُمْ قِيَمًا وَارْزُقُوهُمْ فِيهَا وَاكْسُوهُمْ وَقُولُوا

هُم قَوْلًا مَّعْرُوفًا ﴿٥﴾

(Sūrah An-Nisa' 4:5)

Terjemahan: “ Dan janganlah kamu berikan (serahkan) kepada orang-orang yang belum sempurna akal nya akan harta (mereka yang ada dalam jagaan) kamu, (harta) yang Allah telah menjadikannya bagi kamu semua seperti asas pembangunan kehidupan kamu; dan berilah mereka belanja dan pakaian dari pulangan hartanya (yang kamu perniagakan), dan juga berkatalah kepada mereka dengan kata-kata yang baik”

- **Pelaburan Merujuk Istilah Ekonomi**

Merujuk pendapat Sayyid al-Hawari, bahawa pelaburan ialah meletakkan sesuatu harta dengan tujuan mendapat keuntungan atau pulangan yang dijangkakan dalam jangka masa panjang pada waktu yang akan datang.¹⁶²

Pelaburan merupakan penanaman modal, biasanya dalam jangka masa panjang bagi pembelian aset tetap atau pembelian surat berharga seperti saham, sukuk atau surat berharga lainnya. Dapat juga dimaksudkan seperti penyertaan modal atau pinjaman bagi mendapati keuntungan dalam hubungan tertentu yang diterima dimasa yang akan datang.¹⁶³

Pelaburan juga dapat diertikan seperti bentuk usaha menjana rezeki dengan ketrampilan dan profesi bagi memperoleh pulangan yang diredhai Allah, inilah yang dimaksudkan dengan *maqāṣid al-Syarī'ah* dalam aktiviti ekonomi.¹⁶⁴ Pelabur Muslim mesti memperhatikan prinsip-prinsip Islam dalam muamalah, iaitu:¹⁶⁵

Pertama, tidak menjana rezeki pada aktiviti yang haram, baik dari aspek zatnya mahupun cara memperolehnya, serta tidak menggunakannya bagi hal-hal yang haram. Kedua, tidak mendzalimi dan tidak didzalimi. Ketiga, keadilan pendistribusian

¹⁶² Sayyid al-Hawari, <http://aliflaamra.blogspot.com>, diekses 25 Nopember 2013

¹⁶³ Ahmad Ifham Sholihin, *Buku Pintar Ekonomi Shari'ah*, (Jakarta: Gramedia Pustaka Utama, 2002), 354.

¹⁶⁴ Nazaruddin Abdul Wahid (2010), *Sukuk Memahami & Membedah Bon pada Perbankan Shari'ah*, (Yogyakarta, Penerbit Ar-Ruzz Media, 2010), 80.

¹⁶⁵ Ahmad Ifham Sholihin, *op.cit.*, 356.

kemakmuran. Keempat, urusan niaga dilakukan atas dasar redha sama redha. Kelima, tidak ada unsur riba, *maysir*, perjudian/spekulasi), dan gharar (ketidakjelasan/samar-samar).

Selain itu, dalam muamalah mesti ada penegakan prinsip keadilan, baik dalam takaran, timbangan, ukuran mata wang dan pembahagian keuntungan serta tolong menolong antar peserta bisnis.¹⁶⁶

2.7 Keuntungan dan Risiko dalam Perspektif Islam

2.7.1 Pengertian Laba dalam Konsep Islam

Dalam melakukan aktiviti perniagaan atau pelaburan, maka yang ingin dicari adalah kadar keuntungan atau laba dari aktiviti tersebut. Keuntungan atau laba dapat disebut juga dengan istilah lain, iaitu *profit*, *yield* atau *pulangan*. Laba berasal dari proses pemutaran modal dan aktiviti perniagaan, juga aktiviti pelaburan. Laba menunjukkan bahawa ada pertambahan harta atau modal awal yang digunakan dalam perniagaan atau pelaburan.

Dalam konsep Islam, keuntungan atau laba dapat dikaitkan dengan beberapa istilah, iaitu, *nama'*, *ar-ribh*, *al-ghallah* dan *al-faidah*.

Nama' (نماء) dalam bahasa Arab, diertikan seperti berkembang, berfaedah atau pertumbuhan, makin tumbuh, makin besar.¹⁶⁷ *Nama'* (نماء) dimaksudkan seperti pertumbuhan pada pulangan atau pada harta dalam jangka masa tertentu.

Merujuk ulama fekah *nama'* dibahagi menjadi dua macam, iaitu: *nama' khalqi* (pertumbuhan semula jadi) yang tidak ada campur tangan manusia sama sekali, seperti pertambahan pada emas, perak, dan barangan-barangan milik. Kedua, *nama' fi'liy* (perkembangan buatan), yaitu campur tangan manusia, seperti dalam perdagangan,

¹⁶⁶ Veithzal R.Z, dkk (2016), Manajemen Investasi Islami, (Yogyakarta:BPFE-UGM), 22.

¹⁶⁷ Kamus Arab-Indonesia al-Azhar (2010), Penyusun S.Askar, (Jakarta:Penerbit Senayan Publishing, 2010), 967.

industri, pertanian kerana adanya proses tukar-menukar dan intraksi serta menghadapi hal-hal yang berisiko.

Dilihat dari aspek hubungan dengan harta asal harta, ulama fekah membagi nama' menjadi dua. Pertama, *nama'* yang terpisah dari asal (pokok) seperti dapatan dari binatang ternak. Kedua *nama'* yang saling berhubungan, seperti penambahan dalam harta dagang.

Ulama fekah Malikiyah membagi *nama'* dari aspek sifatnya, menjadi: laba, ghallah dan faidah. Dalam bahasa Arab, *al-ghallah* (الغالة) mempunyai erti memahalkan, *al-faidah* (الفائدة) ertinya untung sedangkan *al-ribh* (الربح) bermakna keuntungan.¹⁶⁸

Manakala makna dari kalimah *al-faidah*, *al-ghallah* dan *al-ribh* merujuk Husein Shahatah seperti berikut:¹⁶⁹

Al-faidah (الفائدة) adalah laba yang berasal dari modal pokok. Pertambahan pada barangan milik (asal modal pokok) yang ditandai dengan perbezaan antara harga pembelian dengan harga penjualan.

Al-ghallah (الغالة) iaitu laba yang timbul dengan sendirinya atau insidental. Pertambahan terdapat pada barangan dagangan sebelum penjualan, seperti wol atau susu dari hewan yang akan dijual.

Al-ribh (الربح) adalah keuntungan atau laba. Dalam akuntansi laba berasal dari selisih antara pulangan dengan kos. *Al-ribh al-Tijāri* merupakan laba yang berasal dari aktiviti perniagaan.

Konsep laba dalam *al-Qur'ān*,

أُولَٰئِكَ الَّذِينَ اشْتَرُوا الضَّلَالَةَ بِالْهُدَىٰ فَمَا رَبَحَتِ تِجَارَتُهُمْ وَمَا كَانُوا مُهْتَدِينَ ﴿١٦﴾

(Sūrah al-Baqarah 2:16)

Terjemahan:” Mereka itulah orang yang membeli kesesatan dengan meninggalkan pertunjuk; maka tiadalah beruntung perniagaan mereka dan tidak pula mereka beroleh pertunjuk hidayah”.

¹⁶⁸ *Ibid.*, 227, 636, 581.

¹⁶⁹ Husein Syhatah dan Athiyyah Fayyadh (2001), Pokok-Pokok Pikiran Akuntansi Islam, (Jakarta: Penerbit Akbar, 2001), 156-157.

Maksudnya, mereka menjual petunjuk bagi mendapat kesesatan, hal ini juga berlaku juga pada orang yang pernah beriman lalu kembali kepada kekufuran, kerana lebih menyukai kesesatan dari pada petunjuk. Perniagaan yang mereka lakukan itu tidak mendapat keuntungan dan tidak pula mereka mendapat petunjuk pada apa yang mereka lakukan.¹⁷⁰

Konsep laba dalam *ḥadīth*, “Seorang mu’min itu bagaikan seorang pedagang, dia tidak akan menerima laba sebelum ia mendapati modal pokoknya. Demikian, juga seorang mu’min tidak akan mendapat amalan-amalan sunnahnya sebelum ia menerima amalan wajibnya”. (HR Bukhari dan Muslim).

Merujuk Ibn Qudāmah, “Laba dari harta dagangan ialah pertumbuhan pada modal, iaitu pertambahan nilai barangan dagangan. Ibn al-‘Arabi berkata,” setiap mu’awadhah (barter) merupakan perdagangan terhadap apapun bentuk barangan penggantinya. Konsep laba di sini menunjukkan bahawa laba ialah dapatan dari selisih nilai awal harga pembelian dengan nilai penjualan.¹⁷¹

Di dalam Muqaddimah Ibn Khaldun dikatakan, “perdagangan ialah usaha bagi mewujudkan pertumbuhan atau pertambahan harta dengan membeli barangan dengan murah kemudian menjualnya kembali dengan harga mahal. Apapun jenis barangannya, jumlah pertambahan itulah yang disebut laba. Lebih khusus lagi bahawa perdagangan adalah membeli barangan dagangan dan harta benda, serta menyimpan, menunggu hingga perkembangan pasaran membawa kenaikan harga, sehingga memberikan keuntungan”¹⁷²

Laba merujuk Imam al-Ghazālī sepertimana dikutip oleh Ahmad Ifham Sholihin adalah keuntungan yang berasal dari kompensasi dari kepayahan perjalanan, risiko bisnis dan ancaman keselamatan dari pengusaha, sehingga amat patut seseorang memperoleh keuntungan yang merupakan kompensasi dari risiko yang ditanggungnya.

¹⁷⁰ Tafsir Ibn Katṣīr Juz 1, 72-73.

¹⁷¹ Husein Syhatah dan Athiyyah Fayyadh, *Pokok-Pokok Pikiran Akuntansi Islam*, (Jakarta: Penerbit Akbar, 2001), 165.

¹⁷² *Muqaddimah Ibn Khaldun*, penerjemah Ahmadiie Thoha, (Jakarta: Penerbit Pustaka Firdaus, 2005), 473.

¹⁷³ Oleh kerananya pengertian laba secara bahasa serta merujuk *al-Qur'ān*, Sunnah, dan pendapat ulama-ulama fekah sepertimana dijelaskan di atas dapat disimpulkan bahawa laba ialah pertambahan pada modal pokok perdagangan atau dapat juga dikatakan sebagai tambahan nilai yang timbul kerana perniagaan. Beberapa aturan tentang laba dalam konsep Islam;¹⁷⁴

1. Adanya harta (wang) yang dikhususkan bagi perdagangan.
2. Mengoperasikan modal tersebut secara interaktif dengan unsur-unsur lain yang berkait bagi produksi, seperti usaha dan sumber-sumber alam.
3. Mempromosikan harta seperti objek dalam pemutarannya kerana adanya kemungkinan-kemungkinan pertambahan atau pengurangan kuantitinya.
4. Selamatnya modal pokok yang berarti modal yang mana dikembalikan.

• Harga dan pengukuran laba dalam Islam

Besar kecilnya laba atau keuntungan yang diperoleh peniaga tertakluk kepada pada besaran harga pokok serta kos yang dikeluarkan bagi membuat sesuatu produk.

Bagi menentukan besaran laba mesti ditetapkan harga dan kos dari barangan yang perjual belikan. Harga dalam istilah bahasa Arab disebut *al-tas'ir* (التسعير), seakar dengan kata *al-si'r* (السعر) yang berarti penetapan harga. Dalam fikih Islam, terdapat dua istilah berbeza yang digunakan bagi menjelaskan harga sesuatu barangan, iaitu *al-thaman* dan *al-si'r*. *Al-thaman* (الثمن) merujuk para ulama fiqih adalah patokan harga satuan barangan, manakala *al-si'r* (السعر) adalah harga yang berlaku secara aktual di pasaran. Ulama fiqih menyatakan bahawa turun naik harga sesuatu komoditi berkaitan erat dengan *al-si'r* bukannya *al-thaman*.¹⁷⁵ *Al-si'r* merujuk ulama fiqih di bezakan menjadi dua¹⁷⁶, iaitu:

¹⁷³ Ahmad Ifham Sholihin, *Buku Pintar Ekonomi Sharīah*, (Jakarta, PT. GramediaPustaka Utama, 2002), 354.

¹⁷⁴ Husein Syhatah dan Athiyyah Fayyadh, *Pokok-Pokok Pikiran Akuntansi Islam*, (Jakarta: Penerbit Akbar, 2001), 148.

¹⁷⁵ Nasrun Haroen, *Fiqh Muamalah*, Cetakan ke-2 (Jakarta: Penerbit Gaya Media Pratama, 2007), 139.

¹⁷⁶ *Ibid.*

1. Harga yang berlaku ditetapkan oleh setiap pedagang secara semula jadi, tanpa campur tangan dan ulah para pedagang.

Dalam harga seperti ini, para pedagang bebas menjual barangannya sesuai dengan harga yang patut, dengan mempertimbangkan keuntungan. Manakala pemerintah tidak dibenarkan ikut serta dalam penetapan harga barangan tersebut.

2. Harga sesuatu komoditi yang ditetapkan pemerintah setelah mempertimbangkan modal dan keuntungan bagi pedagang serta keadaan masyarakat. Penetapan harga ini disebut dengan *al-tas'ir al-jabari*.

Bagi mengetahui kadar laba yang akan diperolehi peniaga, maka perlu pengukuran, iaitu:¹⁷⁷

- **Taqlib dan Mukhātarah (Interaksi dan risiko)**

Laba adalah hasil dari perputaran modal melalui transaksi bisnis, seperti menjual dan membeli, atau jenis-jenis apapun yang dibolehkan oleh syarak. Dalam amalannya terdapat kemungkinan bahaya atau risiko yang akan menimpa modal yang nantinya akan didapati pengurangan modal pada sesuatu putaran dan pertambahan pada putaran lain. Jadi tidak yang mana menjamin pemberian laba pada aktiviti dengan akad *muḍārabah* dan *musyārakah*. Hal ini ditegaskan oleh ulama fekah dengan mengatakan bahawa perniagaan ialah perputaran modal dengan bentuk tukar menukar barangan (*barter*) dan unsur-unsur bentuk risiko, sehingga jika terjadi perbezaan laba kerana faktor perbezaan unsur *taqlib* dan *mukhātarah*.

- **Al-Muqābalah,**

Al-Muqābālāh menunjukkan perbandingan jumlah hak milik pada awal period yang sama atau dengan perbandingan antara nilai barangan yang ada pada akhir period itu dengan nilai barangan yang ada pada awal period yang sama.

¹⁷⁷ *Ibid.*, 165.

Juga dapat perbandingan antara pulangan dengan kos-kos yang dikeluarkan bagi memperolehi pulangan.

Pulangan mesti halal dan baik, kos pun mesti rasmi dan pemilikan serta tidak mengandungi unsur-unsur yang terlarang dalam syarak, seperti riba, gharar, maysir, suap dan mubazir.¹⁷⁸

- **Keutuhan modal pokok**

Laba tidak akan tercapai terkecuali setelah utuhnya modal pokok dari segi kemampuan secara ekonomi seperti alat penukar barangan yang dimiliki sejak awal aktiviti ekonomi. Merujuk Imam Qurtubi, "Seseorang pedagang yang berapatan ialah orang yang dapat menukarkan barangan yang ia miliki dengan sesuatu pengganti (barangan lain) yang lebih bernilai atau lebih tinggi harganya dari barangan yang pertama".¹⁷⁹

Imam al-Nasafi berkata, "Tuntunan dagang ialah keselamatan dan keutuhan modal pokok serta mendapat laba. Orang yang tidak mendapati modalnya kembali maka ia tidak dapat dikatakan beruntung".¹⁸⁰

- **Laba dari produksi**

Pertambahan yang terjadi pada harta selama setahun dari semua aktiviti penjualan dan pembelian, atau memproduksi dan menjual, iaitu dengan pergantian barangan menjadi wang dan pergantian wang dengan barangan, maka barangan yang belum terjual pada akhir tahun juga mencakup pertambahan yang menunjukkan perbezaan antara harga yang pertama dan nilai atau harga yang sedang berlaku. Berdasarkan nilai ini, ada dua macam laba yang terdapat pada akhir tahun, iaitu laba yang berasal dari proses jual beli dalam setahun dan laba suplemen baik yang *taqdiri* (nyata) maupun yang *hukmi* (abstrak) kerana barangan-barangannya belum terjual.

¹⁷⁸ Nasrun Haroen (2007), *Fiqh Muamalah*, Cetakan ke-2 (Jakarta: Penerbit Gaya Media Pratama, 2007), 166.

¹⁷⁹ *Ibid.*

¹⁸⁰ *Ibid.*, 167.

Merujuk Husein Shayatah, “Pandangan fiqih akuntansi Islam dalam sistem pengukuran laba adalah sama, iaitu *nama*’ (pertambahan, pertumbuhan, makin tumbuh, makin besar) dan laba berasal dari kekuatan atau usaha.¹⁸¹

2.7.2 Keuntungan Dalam Perspektif Islam

Dalam pandangan tauhid, manusia seperti pelaku bisnis hanyalah seperti pemegang amanah, kerana yang menciptakan dan mempunyai alam semesta serta keseluruhan isinya adalah Allah SWT. Oleh kerananya pelaku niaga dalam menjalankan aktiviti niaga mesti patuh pada ketentuan Allah SWT yang aturannya tercantum dalam *al-Qur’ān* dan *al-Hadīth*. Manakala seseorang mengesakan Allah, maka keseluruhan aktiviti hidupnya termasuk aktiviti ekonomi, adalah dalam rangka beribadah kepada Allah SWT¹⁸², seperti firman Allah SWT berikut ini:

لَهُ مَا فِي السَّمَوَاتِ وَمَا فِي الْأَرْضِ وَمَا بَيْنَهُمَا وَمَا تَحْتَ الثَّرَى

(Sūrah Thaha 20:6)

Terjemahan: Dialah jua yang mempunyai segala yang ada di langit dan yang ada di bumi serta yang ada di antara keduanya, dan juga yang ada dibawahnya tanah basah di perut bumi.

..... وَلِلَّهِ مُلْكُ السَّمَوَاتِ وَالْأَرْضِ وَمَا بَيْنَهُمَا ۚ يَخْلُقُ مَا يَشَاءُ ۚ وَاللَّهُ عَلَىٰ كُلِّ شَيْءٍ

قَدِيرٌ

(Sūrah al-Mā'idah 5:17)

Terjemahan: Dan (ingatlah) bagi Allah jualah kuasa pemerintahan langit dan bumi dan segala yang ada di antara keduanya. Ia menciptakan apa jua yang dikehendakNya. Dan (ingatlah) Allah Maha Kuasa atas tiap-tiap sesuatu.

ذَٰلِكُمُ اللَّهُ رَبُّكُمْ لَا إِلَٰهَ إِلَّا هُوَ ۖ خَلَقَ كُلَّ شَيْءٍ فَاعْبُدُوهُ ۚ وَهُوَ عَلَىٰ كُلِّ شَيْءٍ

وَكَيلٌ

(Sūrah al-Anām 16:102)

¹⁸¹ Husein Syahatah, *Pokok-Pokok Pikiran Akuntansi Islam*, diterjemahkan oleh Husnul Fatarib, (Jakarta: Akbar, 2001), 148.

¹⁸² Ika Yunia, F dan Abdul Kadir, R, *Prinsip Dasar Ekonomi Islam Perspektif Maqashid al- Sharīah*, (Jakarta: Prenadamedia, 2015), 9.

Terjemahan: Yang demikian (sifat-sifatNya dan kekuasaanNya) ialah Allah Tuhan kamu; tiada Tuhan yang berhak disembah) melainkan Dia, yang menciptakan tiap-tiap sesuatu, maka beribadatlah kamu kepadaNya. Dan (ingatlah) Dialah yang mentadbirkan segala-galanya.

وَمَا خَلَقْتُ الْجِنَّ وَالْإِنْسَ إِلَّا لِيَعْبُدُونِ

(Sūrah Adz-Dzariyat 51:56)

Terjemahan: Dan (ingatlah) Aku tidak menciptakan jin dan manusia melainkan bagi mereka menyembah dan beribadat kepada Ku.

Oleh kerananya tujuan aktiviti bisnis tidak hanya sebatas meraih keuntungan material sahaja, manakala mempunyai tujuan memakmurkan bumi dan menjana bekal hidup antar bangsa dan akhirat. Oleh kerananya, makna keuntungan dalam ekonomi Islam tidak semata-mata keuntungan material sahaja tetapi lebih merujuk kepada keuntungan non material. Keuntungan non material berupa *benefit* yaitu manfaat dan berkah, kerana tujuan utama aktiviti bisnis dalam Islam bagi meningkatkan *maṣlahah* yang tujuan akhirnya meraih *falāḥ*.

Falāḥ berasal dari bahasa Arab dari kata kerja *aflaha-yaflihu* yang mempunyai makna: kemenangan, kejayaan, kesuksesan, kemuliaan, keberuntungan, kesejahteraan, serta kebahagiaan antar bangsa dan akhirat.¹⁸³ Dalam *al-Qur'ān* banyak ditemukan kata *falāḥ* dalam bentuk jamak, yakni kata *muflihun*.

وَلْتَكُنْ مِنْكُمْ أُمَّةٌ يَدْعُونَ إِلَى الْخَيْرِ وَيَأْمُرُونَ بِالْعُرْفِ وَيَنْهَوْنَ عَنِ الْمُنْكَرِ وَأُولَئِكَ هُمُ الْمُفْلِحُونَ ﴿١٠٤﴾

(Sūrah Āli 'Imrān 30:104)

Terjemahan: Dan hendaklah ada di antara kamu satu puak yang menyeru (berda'wah) kepada kebajikan (bagi merangsang Islam), dan menyuruh berbuat segala perkara yang baik, serta melarang dari pada segala yang salah (buruk dan keji). Dan mereka yang bersifat demikian ialah orang-orang yang berjaya.

¹⁸³ Tim P3EI UII dan Bank Indonesia, *Ekonomi Islam*, (Jakarta: Rajawali Pers, 2014), 2.

وَالْوَزْنُ يَوْمَئِذٍ الْحَقُّ فَمَنْ ثَقُلَتْ مَوَازِينُهُ فَأُولَٰئِكَ هُمُ الْمُفْلِحُونَ ﴿٧٨﴾

(Sūrah Al-A'raf 7:8)

Terjemahan: Dan timbangan amal pada hari itu adalah benar; maka sesiapa yang berat timbangan amalnya (yang baik), maka mereka itulah orang-orang yang berjaya.

الَّذِينَ يَتَّبِعُونَ الرَّسُولَ النَّبِيَّ الْأُمِّيَّ الَّذِي يَجِدُونَهُ مَكْتُوبًا عِنْدَهُمْ فِي التَّوْرَةِ وَالْإِنْجِيلِ يَأْمُرُهُمْ بِالْمَعْرُوفِ وَيَنْهَاهُمْ عَنِ الْمُنْكَرِ وَهُدًى لَّهُمُ الطَّيِّبَاتِ وَنَهَاهُمْ عَنِ الْخَبِيثَاتِ وَيَضَعُ عَنْهُمْ إِصْرَهُمْ وَالْأَغْلَالَ الَّتِي كَانَتْ عَلَيْهِمْ ۚ فَالَّذِينَ ءَامَنُوا بِهِ وَعَزَّرُوهُ وَنَصَرُوهُ وَاتَّبَعُوا النُّورَ الَّذِي أُنْزِلَ مَعَهُ ۚ أُولَٰئِكَ هُمُ الْمُفْلِحُونَ ﴿١٥٧﴾

(Sūrah Al-A'raf 7:157)

Terjemahan: (yaitu) orang-orang yang mengikut Rasulullah (Muhammad s.a.w.) Nabi yang Umami, yang mereka dapati tertulis (namanya dan sifat-sifatnya) di dalam Taurat dan Injil yang ada di sisi mereka. Ia menyuruh mereka dengan perkara-perkara yang baik, dan melarang mereka dari pada melakukan perkara-perkara yang keji; dan ia menghalalkan bagi mereka segala yang baik, dan mengharamkan mereka segala benda yang buruk; dan ia menghapus dari mereka beban-beban dan belenggu-belenggu yang ada pada mereka. Maka orang-orang yang beriman kepadanya, dan memuliakannya, juga menolongnya, serta mengikut nur (cahaya) yang diturunkan kepadanya (*al-Qur'ān*), mereka itulah orang-orang yang berjaya.

لَكِنِ الرَّسُولُ وَالَّذِينَ ءَامَنُوا مَعَهُ جَاهِدُوا بِأَمْوَالِهِمْ وَأَنْفُسِهِمْ ۖ وَأُولَٰئِكَ لَهُمُ الْخَيْرَاتُ ۖ وَأُولَٰئِكَ هُمُ الْمُفْلِحُونَ ﴿٨٨﴾

(Sūrah Al-Taubah 9: 88)

Terjemahan: (Mereka tetap tinggal) tetapi Rasulullah dan orang-orang yang beriman bersertanya, berjihad dengan harta benda dan jiwa mereka; dan mereka itulah orang-orang yang mendapat kebaikan, dan mereka itulah juga yang berjaya.

فَمَنْ ثَقُلَتْ مَوَازِينُهُ فَأُولَٰئِكَ هُمُ الْمُفْلِحُونَ ﴿١٠٢﴾

(Sūrah Al-Mukminun 23:102)

Terjemahan: Maka sesiapa yang berat timbangan amal baiknya, maka mereka itulah orang-orang yang berjaya.

إِنَّمَا كَانَ قَوْلَ الْمُؤْمِنِينَ إِذَا دُعُوا إِلَى اللَّهِ وَرَسُولِهِ لِيَحْكُمَ بَيْنَهُمْ أَنْ يَقُولُوا سَمِعْنَا وَأَطَعْنَا ۚ وَأُولَٰئِكَ هُمُ الْمُفْلِحُونَ ﴿١٠٢﴾

(Sūrah An-Nur 24:51)

Terjemahan: Sesungguhnya perkataan yang diucapkan oleh orang-orang yang beriman manakala mereka diajak kepada Kitab Allah dan Sunnah Rasul-Nya, supaya menjadi hakim memutuskan sesuatu di antara mereka, hanyalah mereka berkata: Kami dengar dan kami ta'at: dan merekaitulah orang-orang yang beroleh kejayaan.

لَا يَسْتَوِي أَصْحَابُ النَّارِ وَأَصْحَابُ الْجَنَّةِ أَصْحَابُ الْجَنَّةِ هُمُ الْفَائِزُونَ

(Sūrah Al-Hasyr 59: 20)

Terjemahan: Tidaklah sama ahli neraka dan ahli syurga; ahli syurgalah orang-orang yang beroleh kemenangan (mendapat segala yang diinginkan).

Dari beberapa ayat diatas dapat disimpulkan bahawa klasifikasi orang yang beruntung atau berjaya dan memperoleh kemenangan merujuk *al-Qur'ān* adalah orang yang beriman kepada Allah SWT, mereka patuh kepada Allah dan Rasulnya, kemudian dengan berpedoman kepada *al-Qur'ān* mereka menyeru manusia kepada kebajikan bagi mengerjakan yang ma'ruf dan meninggalkan yang mungkar, serta berjihad dengan harta dan jiwanya, sehingga mereka akan memperoleh timbangan kebaikan yang berat di Yaumul Mahsyar dan mereka adalah para penghuni surga.

2.7.3 Rugi dalam Perspektif Islam

Rugi dalam bahasa Arab, digunakan kata *khasarah* (خَسَارَةٌ) yang dapat diertikan hilang, hancur, kurang dan binasa. Makna rugi atau *khasarah* adalah berkurangnya modal pokok.¹⁸⁴

Secara awam, istilah rugi menunjukkan sesuatu keadaan yang mana aktiviti bisnis tidak memberikan keuntungan. Dengan kata lain, harga jual lebih kecil dari harga beli atau jumlah pulangan lebih kecil dari pada jumlah kos. Manakala dalam perspektif

¹⁸⁴ Nasrun Haroen, *Fiqh Muamalah*, Cetakan ke-2 (Jakarta:Penerbit Gaya Media Pratama, 2007), 144 .

Islam, rugi didefinisikan lebih luas kerana istilah rugi dalam bahasa Arab berubah-ubah tertakluk kepada bentukan kata asalnya.

Merujuk ulama fekah pengertian *hasarah* (خسارة) terdapat pada perbahasan muamalah seperti:¹⁸⁵

- a. *Khasir* (خسر) adalah orang yang kehilangan harta atau akal, atau keduanya.
- b. *Khasira tajir* ialah orang yang jatuh dalam bisnisnya atau kehilangan (tidak beruntung dan merugi)
- c. *Khasir* (خاسر) ialah orang yang mengurangi timbangan dan takaran jika ia memberi serta meminta lebih kalau ia mengambil.

Rugi dalam konsep muamalah mempunyai pengertian kekurangan harta atau mengurangi harta dan timbangan.

Dalam *al-Qur'an* terdapat beberapa ayat tentang lafaz *hasarah*, *hasran*, *husr* yang berkaitan dengan muamalah maaliyah (kewangan), seperti firman Allah berikut ini:¹⁸⁶

وَيْلٌ لِّلْمُطَفِّفِينَ ﴿٨٣﴾ الَّذِينَ إِذَا أَكْتَالُوا عَلَى النَّاسِ يَسْتَوْفُونَ ﴿٨٤﴾ وَإِذَا كَالُوهُمْ أَوْ وَزَنُوهُمْ يُخْسِرُونَ ﴿٨٥﴾

(Sūrah Al-Muthaffifiin 83: 1-3)

Terjemahan: “Kecelakaan besar bagi orang-orang yang curang (dalam timbangan dan sukatan). Iaitu orang-orang yang apabila menerima sukatan (gantang-cupak) dari orang lain mereka mengambilnya dengan cukup. Dan (sebaliknya) apabila mereka menyukat atau menimbang bagi orang lain, mereka kurangi”.

﴿٨٦﴾ أَوفُوا بِالْكَيلِ وَلَا تَكُونُوا مِنَ الْمُخْسِرِينَ ﴿٨٧﴾

(Sūrah Al-Syuara 26:181)

Terjemahan: “Hendaklah kamu menyempurnakan sukatan cupak-gantang, dan janganlah kamu menjadi golongan yang merugikan orang lain”.

¹⁸⁵ *Ibid.*, 154-155.

¹⁸⁶ Nasrun Haroen, *op.cit.*, 151.

Maksudnya, jika kalian menyerahkan sesuatu kepada manusia, maka sempurnakanlah timbangannya dan janganlah kalian mengurangi timbangannya dengan memberikannya secara kurang.¹⁸⁷

وَأَقِيمُوا آلُوزْنَ بِالْقِسْطِ وَلَا تُخْسِرُوا الْمِيزَانَ ﴿٥٩﴾

(Sūrah Al-Rahman 55:9)

Terjemahan: “Dan betulkanlah cara menimbang itu dengan adil, serta janganlah kamu mengurangi barangan yang ditimbang.”

Maksudnya, janganlah kalian mengurangi timbangan, tetapi hendaklah kalian menimbang dengan benar dan adil.¹⁸⁸

وَالْعَصْرِ ﴿١﴾ إِنَّ الْإِنْسَانَ لَفِي خُسْرٍ ﴿٢﴾ إِلَّا الَّذِينَ ءَامَنُوا وَعَمِلُوا الصَّالِحَاتِ وَتَوَاصَوْا بِالْحَقِّ وَتَوَاصَوْا بِالصَّبْرِ ﴿٣﴾

(Sūrah Al-‘Ashr 1-3)

Terjemahan: “Demi masa! Sesungguhnya manusia itu dalam kerugian. Terkecuali orang-orang yang beriman dan beramal salih, dan mereka pula berpesan-pesan dengan kebenaran serta berpesan-pesan dengan sabar”.

وَمَنْ يَبْتَغِ غَيْرَ الْإِسْلَامِ دِينًا فَلَنْ يُقْبَلَ مِنْهُ وَهُوَ فِي الْآخِرَةِ مِنَ الْخَسِرِينَ

(Sūrah Āli ‘Imrān 3: 85)

Terjemahan: “Dan sesiapa yang menjana ugama selain ugama Islam, maka tidak akan diterima dari padanya, dan ia pada hari akhirat kelak dari orang-orang yang rugi.”

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا لَا تُلْهِكُمْ أَمْوَالُكُمْ وَلَا أَوْلَادُكُمْ عَنْ ذِكْرِ اللَّهِ وَمَنْ يَفْعَلْ ذَلِكَ فَأُولَٰئِكَ هُمُ الْخَاسِرُونَ ﴿٩﴾

(Sūrah Al-Munafikun 63:9)

Terjemahan: “Wahai orang-orang yang beriman! Janganlah kamu dilalaikan oleh (urusan) harta benda kamu dan anak-anak kamu dari pada mengingat Allah (dengan menjalankan perintahNya). Dan ingatlah, sesiapa yang melakukan demikian, maka mereka itulah orang-orang yang rugi.”

¹⁸⁷ Tafsir Ibn Katṣīr Juz 19, 426.

¹⁸⁸ *Ibid.*, 230.

قُلْ هَلْ نُنَبِّئُكُمْ بِالْأَخْسَرِينَ أَعْمَالًا ﴿١٧﴾ الَّذِينَ ضَلَّ سَعْيُهُمْ فِي الْحَيَاةِ الدُّنْيَا وَهُمْ
يَحْسَبُونَ أَنَّهُمْ مُحْسِنُونَ صُنْعًا ﴿١٨﴾

(Sūrah Al- Kahfi 19:102-104)

Terjemahan: “Katakanlah (wahai Muhammad): “Mahukah, kami khabarkan kepada kamu akan orang-orang yang rugi serugi-ruginya amal-amal perbuatannya?. “Iaitu orang-orang yang telah sia-sia amal usahanya dalam kehidupan dunia ini, sedang mereka menyangka bahawa mereka senantiasa betul dan baik pada apa sahaja yang mereka lakukan”.

Dari beberapa Firman Allah bahawa orang yang merugi adalah orang yang tidak beragama Islam, orang-orang yang sia-sia amal usahanya dan orang yang lalai dalam mengingat Allah dan tidak beramal salih serta orang yang celaka kerana curang dalam timbangannya.

2.7.4 Risiko dalam Perspektif Islam

Dalam kehidupan sehari-hari, perkataan risiko selalu digunakan oleh pelaku usaha, sebab perkataan risiko ini berhubung kait dengan keuntungan dalam sesuatu pelaburan.

Risiko berasal dari pada bahasa Itali iaitu *risco* yang mempunyai arti bahaya.¹⁸⁹ Risiko mempunyai banyak definisi, salah satu definisi risiko adalah kemungkinan mengalami kerugian atau bahaya.¹⁹⁰ Definisi lain, risiko adalah kerugian kerana peristiwa yang tidak dijangkakan terjadi.¹⁹¹ Risiko mempunyai erti kemungkinan menemui kegagalan, kerosakan, kehilangan dan bahaya.¹⁹²

Merujuk konsep kewangan bahawa risiko merupakan perbezaan antara pulangan sebenar (*actual pulangan*) dengan pulangan yang dijangkakan (*expected pulangan*) dalam sesuatu pelaburan. Risiko ini terjadi jika pulangan sebenar lebih kecil dari pada

¹⁸⁹ 2 In 1 Dictionary & Thesaurus, (Kuala Lumpur: Ar-n Risalah Product Sdn, 2005), 307.

¹⁹⁰ Kamus Pelajar, (Terbitan Khas KBSM, Dewan Bahasa dan Pustaka Kuala Lumpur, 2002), 567.

¹⁹¹ T.Sunaryo, *Manajemen Risiko Finansial*, (Jakarta: Penerbit Salemba Empat, 2007), 11.

¹⁹² Veithzal Rivai dan Rifki Ismal, *Islamic Risk Management For Islamic Bank*, (Jakarta: Gramedia, 2002), 50.

pulangan yang dijangkakan.¹⁹³ Semakin besar perbezaan pulangan tersebut maka semakin besarlah risikonya.

Dalam urus niaga sekuriti di pasaran modal, risiko dibezakan menjadi dua kelompok, iaitu risiko sistematik dan risiko tidak sistematik. Risiko sistematik merupakan risiko yang bersumber dari pada variabel makro ekonomi, sehingga tidak dapat dielakkan walaupun melalui kepelbagaian aset, maka disebut *non diversifiable risk*. Manakala risiko tidak sistematik (*unsystematic risk*) risiko yang ditimbulkan oleh perbezaan keunikan syarikat.¹⁹⁴

Risiko dalam Islam dikenali dengan istilah *mukhātarah* (مخاطرة) dalam bahasa Arab. *Mukhātarah* ini berasal dari kata *al-khatr* (الخطر). *Al-khatr* iaitu sesuatu yang tidak diketahui pasti benar atau tidaknya atau sesuatu yang mengandung bahaya. Dalam kamus bahasa Arab, *mukhātarah* (مخاطرة) mempunyai erti menempuh bahaya atau menyerempet bahaya.¹⁹⁵

2.8 Risiko dalam Kewangan Islam

Merujuk Asyraf Wajdi Dusuki (2009), risiko dapat dikelompokkan menjadi tiga kategori, iaitu:¹⁹⁶ risiko yang diharamkan, risiko yang mesti ditanggung dan risiko yang dapat dikawal.

a. Risiko yang diharamkan (*Prohibited Risk*)

Risiko yang diharamkan adalah risiko yang berkaitan dengan aktiviti memperoleh kekayaan tanpa azas syarak yang mana tiada pertumbuhan kekayaan

¹⁹³ Eduardus Tandelilin, " *Portofolio dan Investasi: Teori dan Aplikasi*", Edisi Pertama, (Yogyakarta: Penerbit Kanisius, 2012), 10.

¹⁹² *Ibid.*

¹⁹³ *Kamus Arab-Indonesia al-Azhar*, Penyusun S. Askar, (Jakarta: Penerbit Senayan Publishing, 2010), 151.

¹⁹⁴ Asyraf Wajdi Dusuki, *Principles and Application of Risk Management and Hedging Instruments in Islamic Finance*. (2009), 4. www.asyrafwajdi.com.

¹⁹⁵ Nor Fahimah Mohd Razif & Shamsiah Mohamad, *Risiko-Risiko dalam Kewangan semasa: Penilaian daripada Perspektif Islam*. 2011, website; [http://www.International Conference on Management \(Proceeding, ICM 2011\)](http://www.International Conference on Management (Proceeding, ICM 2011)), 378, diekses 15 April 2015.

¹⁹⁶ Al-Suwailem, Sami, "Toward an Objective Measure of Gharar in Exchange", *Journal of Islamic Business and Management* Vol.2 No. 1, (2012), 380.

sebenarnya diwujudkan. Antara risiko yang diharamkan ialah risiko yang mengandungi elemen ketidakpastian secara melampau (*gharar al-fāḥish*). Termasuk juga dalam kategori ini ialah *gharar* yang lahir dari pada perjudian (*maysir*) dan *zero-sum game* yang diharamkan oleh syarak.¹⁹⁷ *Gharar al-fāḥish* yang terjadi masa kini dalam transaksi kewangan ialah perjudian yang mana harga tertentu dibayar berkongsi keuntungan yang tidak diketahui. Unsur-unsur ketidakpastian inilah yang akan mewujudkan sesuatu risiko¹⁹⁸.

b. Risiko yang dapat dikawal (*Permissible Risk*)

Jenis risiko yang ketiga ini, tidak termasuk jenis risiko yang mesti ditanggung dan bukan risiko yang diharamkan. Risiko ini dapat dikurangkan ketahap minimum dengan pendekatan tertentu sehingga risiko ini dapat dielakkan pada tingkat tertentu. Walau bagaimanapun, instrumen ataupun mekanisme yang hendak diguna pakai bagi mengelak, mengurangkan mahupun menjaga nilai pelaburan atau aset terhadap risiko ini mestilah menggunakan pendekatan syarak.

Dalam melakukan pelaburan, risiko dapat dibahagi dua, iaitu risiko sistematik dan risiko tidak sistematik. Risiko sistematik merupakan risiko yang tidak dapat dikurangkan pada tahap minimum sedangkan risiko tidak sistematik atau risiko khas dapat dikurangkan ketahap minimum dengan melakukan kepelbagaian aset. Risiko sistematis iaitu risiko yang muncul dari variabel makro ekonomi, seperti tingkat inflasi, tingkat faedah, resesi ekonomi yang akan mempengaruhi sebahagian besar korporat.

Risiko sistematik ini disebut juga risiko pasaran (*market risk*) yang mempunyai sifat tidak dapat dihilangkan dengan mengkombinasi aset. Manakala risiko tidak sistematik merupakan risiko yang muncul dari perbezaan korporat satu dengan lainnya,

¹⁹⁷Al-Suwailem, Sami, "Toward an Objective Measure of Gharar in Exchange", *Journal of Islamic Business and Management* Vol.2 No. 1, (2012), 380.

¹⁹⁸Brealey, Myer & Marcus, *Fundamentals of Corporate Finance, Alih Bahasa*, Yelvi Andri Zaimur, (Jakarta: Penerbit Erlangga, 2007), 312.

maka disebut juga seperti risiko khas (*unique risk*).¹⁹⁹ Risiko khas muncul kerana adanya perbezaan korporat seperti aspek bahan baku, aspek pasaran, atau perbezaan budaya korporat. Risiko khas dapat dihilangkan dengan mengkombinasi aset kewangan yang dibeli oleh pelabur.

c. Risiko yang mesti ditanggung (*Essential Risk*)

Risiko ini merupakan risiko yang wajib ditanggung dan tidak yang mana dielakkan dalam usaha mendapat keuntungan. Peniaga yang menjalankan perniagaannya mesti menanggung risiko sekiranya terdapat kerosakan, kecacatan atau susut nilai terhadap barangan jualan sebelum barangan tersebut diserahkan kepada pembeli. Hal ini merupakan syarat dalam aktiviti kewangan Islam, bahawa peniaga mesti menanggung risiko.²⁰⁰

Hal ini sesuai dengan kaedah fekah “*al ghurm bi al ghunm*” atau *kharaz bi al-daman*”, maksudnya bahawa keuntungan yang layak diterima oleh seseorang mesti sesuai kadar risiko yang ditanggung. Semakin tinggi risiko yang ditanggung maka semakin tinggi keuntungan yang dijangkakan, sering disebut dengan istilah *high risk high return*.

¹⁹⁹ *Op.cit.*, 378.

²⁰⁰ *Ibid.*,

2.9 Kaedah Fekah *al-Ghurm bi al-Ghunm* dan *al-Kharāj bi al-Ḍamān*.

Al-kharaj (خراج)²⁰¹ dalam bahasa Arab ertinya keluar atau mengeluarkan, atau dapatan sedangkan *al-dhaman* (الضمان)²⁰² seperti tanggungan atau jaminan. *Al-ghurm* (الغرم)²⁰³ adalah rugi dan *al-ghunm* (الغنم)²⁰⁴ mempunyai erti untung atau faedah. *Al-Ghurm bi al-Ghunm* (الغرم بالغنم) yang mana diertikan seperti “tiada keuntungan tanpa risiko” dan *al-Kharāj bi al-Ḍamān* (الخراج بالضمان) diertikan seperti hak mendapati dapatan disebabkan oleh keharusan bagi menanggung.²⁰⁵

Al-ghunm (الغنم) yang dapat diertikan untung, muncul tanpa adanya *al-ghurm* (الغرم) yang mempunyai erti risiko, *al-kharaj* (الخراج) dapatan usaha muncul tanpa adanya kos atau *daman* (الضمان). Jadi *al-ghunm* dan *al-kharaj* muncul hanya dengan berjalannya waktu.

Kaedah fekah “*al-Ghurm bi al-Ghunm*” (الغرم بالغنم) diertikan seperti “tiada keuntungan tanpa risiko” atau dengan kata lain, kesediaan menanggung kerugian diimbangi dengan hak mendapati keuntungan.” Kaedah ini dibentuk bersandarkan kepada *ḥadīth* Nabi s.a.w: “*al-Kharāj bi al-Ḍamān*” (الخراج بالضمان). Maksudnya, sesungguhnya keuntungan berasaskan kepada kadar kerugian atau risiko yang perlu ditanggung (HR. Al-Nasa’i: Ibn Majah)²⁰⁶. *Al-Kharāj bi al-Ḍamān* (الخراج بالضمان) diertikan seperti hak mendapati dapatan disebabkan oleh keharusan menanggung kerugian”. Kaedah ini berdasar pada *ḥadīth* Nabi SAW yang diriwayatkan oleh Ibn Majah dalam Bab At-Tijarat dari Aisyah RA: “Sesungguhnya seorang laki-laki membeli budak. Dia memanfatkannya lalu mendapati cacat padanya, maka dia mengembalikannya. Dia berkata,” Wahai Rasulullah, ia (pembeli) telah

²⁰¹ Kamus Arab-Indonesia *al-Azhar*, Penyusun S.Askar, (Jakarta:Penerbit Senayan Publishing, 2010), 138.

²⁰² *Ibid.*, 448.

²⁰³ *Ibid.*, 570.

²⁰⁴ *Ibid.*, 586.

²⁰⁵ Abd. Latif Muda & Rosmawati, *Kaedah-Kaedah Fiqh*, (Kuala Lumpur:Penerbit Pustaka Salam,2000), 358-359.

²⁰⁶ *Ibid.*

²⁰⁶ *Ibid.*, 379

mempekerjakan (mengambil manfaat) budakku. “Rasulullah SAW bersabda, “ dapatan itu sesuai dengan tanggungan.”²⁰⁷

Dapatan itu sesuai dengan tanggungan sama ertinya “hak mendapati dapatan itu disebabkan oleh keharusan menanggung kerugian“. Abu Ubaid berkata, “yang dimaksud *al-Kharāj* dalam *ḥadīth* ini adalah dapatan budak. Seseorang membelinya lalu memperkerjakannya dalam beberapa waktu, kemudian mendapati aib (cacat) padanya yang disimpan oleh penjualnya. Budak ini lalu dikembalikan. Ia mengambil keseluruhan harga dan memperoleh semua dapatan, kerana budak ini berada dalam tanggungannya. Seandainya budak ini rosak, berarti rosak pula sebahagian hartanya.”²⁰⁸

Ḥadīth ini merupakan *Jawami’ al-Kāmil* (kata-kata yang padat manakala mengandung banyak erti), sehingga sebahagian ulama mengatakan bahawa mengutip *ḥadīth* ini dengan makna sahaja tidak dibolehkan.. Dengan kata lain, tidak yang mana meriwayatkan *ḥadīth* ini dengan maknanya sahaja kerana dia merupakan bahagian dari *Jawami’ al-Kāmil*.²⁰⁹

Makna dari *ḥadīth* Rasulullah ini, Al-Zarkasi mengatakan, “Sesuatu yang keluar dari sesuatu berupa barangan, manfaaat, atau dapatan adalah milik pembeli seperti ganti atas apa yang wajib padanya berupa tanggungan pemilikannya. Maka dapatan ini menjadi haknya agar dia memperoleh keuntungan dalam menghadapi kerugian.”²¹⁰

Kesimpulan dari makna kaedah ini, bahawa sesungguhnya sesuatu yang biasanya ditanggung manusia dan apabila dia rosak, maka kerosakannya ini kembali kepadanya. Terhadap sesuatu ini dikatakan bahawa ia berada dalam tanggungannya. Seperti imbalan dari hal ini, maka manfaat-manfaatnya khusus baginya, baik dia memanfaatkannya secara tersendiri atau beserta dengan hasilnya.²¹¹

²⁰⁷ Abdul Karim Zaidan , *Al-Wajiz: 100 Kaedah Fikih dalam Kehidupan Seharian-hari*, Penterjemah Muhyiddin Mas Rida, (Jakarta:Penerbit Pustaka Al-Kautsar,2008), 183.

²⁰⁸ Ibn Najim, dalam Abdul Karim Zaidan, *Al-Wajiz: 100 Kaedah Fikih dalam Kehidupan Seharian-hari*, Penterjemah Muhyiddin Mas Rida, (Jakarta:Penerbit Pustaka Al-Kautsar,2008), 183.

²⁰⁹ *Ibid.*

²¹⁰ *Ibid.*

²¹¹ *Ibid.*

Penjelasan kaedah” dapatan itu yang selaras dengan tanggungannya” terdapat di dalam *Majallah al-Ahkām al-‘Adliyah*, material no. 85, yang ertinya sesiapa yang menanggung sesuatu jika rosak, maka ia berhak memanfaatkannya dalam menghadapi tanggungan. Seperti contoh. Jika pembeli mengembalikan hewan dan ia telah memanfaatkan hewan itu beberapa waktu, maka ia tidak wajib membayar upahnya, kerana seandainya rosak ditangannya sebelum dikembalikan, maka kerosakan ini menjadi tanggungannya.²¹²

Kaedah kedua adalah *al-Ghurm bi al-Ghunm* (الغرم بالغنم).

Makna kaedah الغرم بالغنم terdapat dalam *Majallah al-Ahkām al-‘Adliyah*, material no. 87, menjelaskan bahawa “denda itu dengan perolehan”, atau “Denda itu seimbang dengan perolehannya” maksudnya orang yang memperoleh manfaat sesuatu menanggung kerugiannya”.

Makna lain kaedah tersebut” Dapatan itu dengan tanggungannya”. Ertinya, orang yang mendapati manfaat dari sesuatu berkewajipan menanggung beban dan kos bagi keberlangsungannya.²¹³

Kaedah hukum Islam ini pengertiannya sama dengan *ḥadīth* yang diuraikan sebelumnya, iaitu mereka yang mau menanggung kerugian sahajalah yang berhak mendapati keuntungan. Seseorang mesti menanggung risiko jika ingin memperoleh keuntungan dari modal modal yang dilaburkan.²¹⁴ Semakin besar keuntungan yang dijangkakan maka semakin besarlah risikonya’. Dalam konsep kewangan digunakan istilah “*high risk high return, low risk low return*”.

²¹² *Ibid.*, 184.

²¹³ Abdul Karim Zaidan, *Al-Wajiz: 100 Kaedah Fikih dalam Kehidupan Seharian-hari*, Penerjemah Muhyiddin Mas Rida, (Jakarta:Penerbit Pustaka Al-Kautsar,2008), 191.

²¹⁴ Muhammad Ayub, “ *Understanding Islamic Finance* “, Penerjemah: Aditya Wisnu Pribadi, (Jakarta: Penerbit PT. Gramedia Pustaka Utama, 2007), 126.

2.10 Hubungan Risiko dengan Keuntungan dalam Pelaburan

Konsep hubungan risiko dengan keuntungan dalam pelabur amat erat, sesuai dengan kaedah ” *al-Ghunm bi al-Ghurm*” dan *ḥadīth*, ”*al-Kharāj bi al-Ḍamān*” iaitu tiada keuntungan tanpa risiko” atau dengan kata lain, kesediaan menanggung kerugian diimbangi dengan hak mendapati keuntungan.

Andaiani risiko bisnis adalah persyaratan bagi mendapati hak atas keuntungan dari modal. Kaedah ” *al-ghunm bi al-ghurm*” dan ” *al-Kharāj bi al-Ḍamān*” adalah patokan aturan (legalitas) mengenai kadar pulangan atas modal, yang bererti seseorang mesti menanggung risiko, jika ada, jika ingin mendapati keuntungan atas pelaburannya. Keuntungan mesti didapatkan dengan berbagi risiko dan imbalan (pulangan) atas pemilikan melalui penetapan harga barangan, perkhidmatan, atau hak pemakaian atas barangan.²¹⁵

Bagi memperoleh keuntungan pelabur mesti menanggung risiko. *Ḥadīth* dan kaedah diatas menjadi landasan kepada prinsip pelaburan merujuk Islam yang mana keuntungan yang ingin diperolehi perlu disertai dengan kesanggupan bagi berkongsi risiko. Keuntungan mesti didapatkan dengan berkongsi risiko dan pulangan atas pemilikan melalui penetapan harga barangan, perkhidmatan, atau hak pemakaian atas barangan.²¹⁶

Pemilikan tidak dapat dipisahkan dari risiko kerugian yang berkait. Dalam pinjaman, tidak ada hak atas keuntungan kerana kreditor mendapati kembali jumlah wang seutuhnya tanpa memandang sifat semula jadinya penggunaan dananya oleh peminjam mengalami kerugian dalam perniagaan yang dijalankan dengan dana yang dipinjamkan itu.²¹⁷

²¹⁵ Muhammad Ayub, “ *Understanding Islamic Finance* “, Penerjemah: Aditya Wisnu Pribadi, (Jakarta: Penerbit PT. Gramedia Pustaka Utama, 2007), 126.

²¹⁶ *Ibid.*, 127.

²¹⁷ Eduardus Tandelilin, Eduardus, ” *Portofolio dan Investasi Teori dan Aplikasi*”, Edisi Pertama, (Yogyakarta: Penerbit Kanisius, 2010), 11.

Dalam perdagangan, selama asetnya tetap berada pada pihak penjual, ia mesti menanggung risiko rosaknya barang tersebut; dan manakala ia menjualnya, risiko dialih ke pihak pembeli dan dalam kes penjualan kredit, pihak pembeli mesti membayar harga pada waktu yang telah ditetapkan bahkan jika asetnya telah rosak kerana alasan apapun.

Sikap pelabur terhadap risiko akan tertakluk kepada kepada preferensi pelabur terhadap terhadap risiko. Pelabur yang berani akan memilih risiko yang lebih tinggi kerana menjangkakan pulangan yang lebih tinggi. Begitu pula sebaliknya, pelabur yang tidak mau menanggung risiko yang tinggi tidak akan memperoleh pulangan yang tinggi.

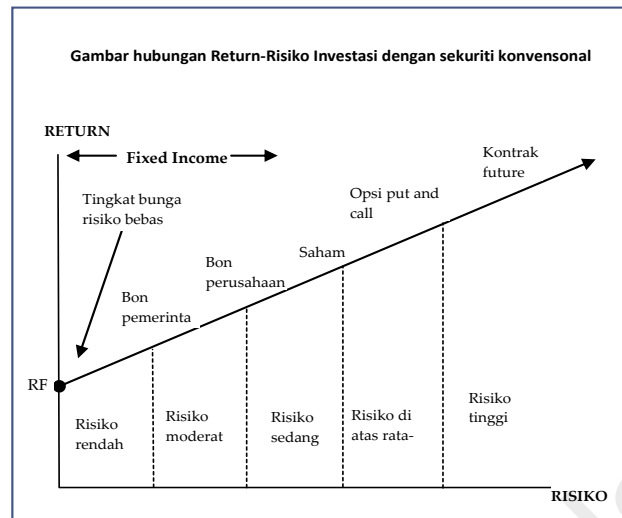
Dalam perdagangan, selama asetnya tetap berada pada pihak penjual, maka ia mesti menanggung risiko rosaknya barangan tersebut; dan manakala ia menjualnya maka risikonya dialihkan ke pihak pembeli. Risiko bisnis yang terdapat pada akad *Syirkah* jauh lebih besar berbanding risiko pada akad *Murābahah*, *Salam*, *Ijārah*, kerana didalam akad *Syirkah* (*muḍārabah* dan *musyārah*) semua kerugian bisnis mesti ditanggung oleh pelabur (*sahib al-māl*) dan peniaga (*muḍārib*). Risiko ini muncul dari kegagalan bisnis dan akibat ketidakpastian kadar keuntungan yang akan dibahagi.²¹⁸

Dalam konsep ekonomi tentang teori pelaburan, bahawa keuntungan berbanding selari dengan risiko, semakin besar risiko maka keuntungan yang dijangkakan mesti lebih besar, dan sebaliknya (*al-Ghunm bi al-Ghurm* atau *al-Kharāj bi al-Ḍamān*). Istilah lain sering disebut *high profit high risk*, *low profit low risk*, *no risk no gain* atau di kenal dengan istilah *high risk high return*.²¹⁹

²¹⁸ Muhammad Ayub, “ *Understanding Islamic Finance* “, Penerjemah: Aditya Wisnu Pribadi, (Jakarta, Penerbit PT. Gramedia Pustaka Utama, 2007), 127.

²¹⁹ Sapto Raharjo, *Panduan Pelabur Bon*, (Jakarta: Penerbit Gramedia, 2003), 47.

Rajah 2.2: Hubungan Pulangan dan Risiko pada Sekuriti Konvensional



Sumber: Fabozzi (2004)

Pada Rajah 2.2 menunjukkan hubungan antara pulangan dan risiko pada pelbagai jenis aset yang mungkin yang mana dijadikan alternatif pelaburan. Garis vertikal dalam rajah diatas menunjukkan kadar kadar pulangan dari masing-masing jenis aset, sedangkan garis horizontal memperlihatkan risiko yang ditanggung pelabur. Titik Rf adalah pulangan bebas risiko (*risk-free rate*), Rf menunjukkan satu pilihan pelabur yang menawarkan kadar pulangan sebesar Rf dengan risiko sebesar nol.

Selanjutnya Bon Kerajaan, diikuti bon korporat, selanjutnya saham dan yang mempunyai pulangan yang paling tinggi adalah kontrak *Futures*, manakala mempunyai risiko yang paling tinggi pula.

Kesimpulan dari hubungan pulangan dan risiko mempunyai pola hubungan yang searah dan *linier*. Ertinya, semakin tinggi risiko sesuatu aset, semakin tinggi pula

kadar pulangan dari aset tersebut yang dikenali dengan istilah *high risk high return*, demikian sebaliknya.²²⁰

Para ahli fekah tidak membolehkan bon konvensional kerana mengandungi faedah dan mempresentasikan hutang dengan faedah. Oleh kerananya bon yang di tawarkan mesti mengikuti kaedah-kaedah sharī'ah , dengan cara antara lain:²²¹

- Penghapusan faedah kadar tetap dan mengalihkannya dananya kepada sekuriti yang tunduk pada kaedah *al-Ghunm bi al-Ghurm* (keuntungan atau pengdapatan itu berimbang dengan kerugian yang ditanggung). Dalam *ḥadīth* menggunakan istilah *al-Kharāj bi al-Ḍamān*.
- Penghapusan syarat jaminan atas kembalinya harga bon dan faedah sehingga menjadi seperti saham biasa dan pengalihan bon ke saham biasa.
- Pengalihan bon ke saham biasa.

2.11 Akad Sukuk dalam Kajian Fekah Muamalah

Akad atau kontrak berkaitan dengan barangan/harta benda (*māl*), hak pemanfaatan harta benda, dan transfer pemilikan atas barangan/hak atas pemanfaatan harta benda dari satu pihak ke pihak lain. Mal atau harta benda dalam fekah muamalah dibahagi dua, yakni : yang dapat dipindahkan dan yang tidak dapat dipindahkan, dapat diganti dan tidak dapat diganti, yang pasti '*ain* dan yang tidak pasti (*dayn*). '*Ain* berupa aset riil sedangkan *dayn* berupa aset kewangan, seperti wang, emas, tukaran mata wang asing, saham, sukuk).²²²

Pemilikan harta dapat dibezakan tiga, iaitu:²²³

- Pemilikan Aset (*milk al 'Ayn*)

²²⁰ Eduardus Tandelilin, Eduardus ,” *Portofolio dan Investasi Teori dan Aplikasi*”, Edisi Pertama, (Yogyakarta: Penerbit Kanisius, 2010), 12.

²²¹ Husein Syhatah dan Athiyyah Fayyadh, *Bursa Efek- Tuntunan Islam Dalam Transaksi di Pasaran Modal*, Penerjemah A. Syakur, (Jakarta: Pustaka Progressif, 2004), 83.

²²² Muhammad Ayub, *Understanding Islamic Finance*, Penerjemah: Aditya Wisnu Pribadi, (Jakarta: Penerbit PT. Gramedia Pustaka Utama, 2007), 159.

²²³ *Ibid.*

- Pemilikan Hutang (*milk al Dayn*)
- Pemilikan hak pemanfaatan atas barangan (*milk al manfa'at*)

Apabila seseorang mendapati pemilikan *atas 'ayn* (aset riil), ia juga mendapat pemilikan atas manfaat. *Milk al'Ayn* bersifat pasti dan tidak berkait waktu, yang berarti jika seseorang mendapat pemilikannya atas aset melalui pembelian, asetnya tersebut tunduk pada kebijaksanaannya, pemilikan tidak dapat diakhiri atau dihilangkan, tapi dapat dialihkan atas kehendaknya dan sesuai dengan kontrak (akad) sah yang sesuai dengan peraturan hukum yang relevan.

Merujuk AAOIFI (Accounting and Auditing Organization for Islamic Institutions) ditetapkan 14 sukuk yang dapat diterapkan sesuai dengan standar shari'ah pada bulan Mei 2003.²²⁴ Jenis sukuk yang sesuai dengan standar AAOIFI, yang telah diterbitkan di Pasaran Modal antara lain adalah Sukuk *Mudārabah*, Sukuk *al-Musyārahah*, Sukuk *ijārah*, Sukuk *Murābahah*, Sukuk Salam, Sukuk *Istisna'*.

2.11.1 Akad *Murābahah*

Murābahah diturunkan dari kata *Ribh*, yang berarti perolehan, keuntungan, atau tambahan.²²⁵ Dalam amalannya jual beli dengan akad *murābahah*, penjual mesti mengungkapkan kosnya dan akad terjadi dengan margin keuntungan yang disetujui. *Bay' al-Murābahah* adalah jualan barangan dengan harga yang ditetapkan dipasaran dengan tambahan keuntungan yang diketahui.²²⁶

Jual beli *murābahah* dipraktikkan pada zaman sebelum Islam yang terdapat dalam *Al-Muwatta'* kitab pertama Imam Malik yang mencatat pelbagai *ḥadīth* Nabi Muhammad saw. Merujuk Imam Malik, *Murābahah* dilakukan dan diselesaikan dengan pertukaran barangan dengan harga, termasuk margin keuntungan yang telah

²²⁴ Standar sukuk ini didapatkan dari sidang Fatwa ke-10 Dewan Shari'ah AAOIFI yang diadakan di Madinah pada 2-7 Rabi'ul Awal 1425 H 3-8 Mei 2003, dalam keputusan tersebut disebutkan bahawa standard Sukuk ini dapat dilaksanakan sejak tanggal 1 Muharram 1425 H atau 1 Januari 2004. <http://www.islamfeqh.com>.

²²⁵ Muhammad Ayub, *op.cit.*, 337.

²²⁶ Muhammad Rawwas Qal'ahji, *Urusan Kewangan Semasa Merujuk Perspektif Shari'ah Islam*, Peterjemah Basri bin Ibrahim al-Hasan al Azhari, (Selangor, 2009), 131.

disetujui bersama pada saat itu dan pada tempat itu. Jadi jual beli tidak dilakukan secara kredit. Manakala Imam Shafi'ī dalam Kitab *al-Umm* memperluas konsep dalam amalannya *murābahah* secara kredit.

Al-Marghinani, *fuqahā'* Hanafi, mendefinisikan *murābahah* seperti” penjualan barangan apa pun pada harga pembelian yang ditambah dengan jumlah yang tetap seperti keuntungan”²²⁷

Ibn Qudāmah, *fuqahā'* Hanbalī, mendefinisikan *bay' al-Murābahah* seperti penjualan pada kos modal ditambah dengan keuntungan yang diketahui, pengetahuan kos modal adalah persyaratan atasnya.

Berasaskan beberapa definisi, maka akad *murābahah* merupakan akad jual beli yang pada harga asal dengan tambahan keuntungan yang disepakati. Akadnya menjadi sah apabila pembeli mengetahui harga awal, kos tambahan jika ada, dan jumlah keuntungannya.²²⁸ Oleh kerananya, *murābahah* adalah kontrak yang berasaskan kepercayaan atau kontrak *buyu' al-amānah*.²²⁹ Dinamakan jual-beli *amānah*, kerana ia berkait rapat kepada kepercayaan penjual kepada harga barangan di pasaran yang diberitahu oleh pembeli.²³⁰

Jika pembayaran dilakukan secara tangguh yang harganya dibayar secara ansuran dalam tempoh waktu yang disepakati, jual beli ini disebut *Bay' Bithāman al-Ajil* (BBA) atau *Bay' Mu'ajjal*. *Ajil* mempunyai makna tempoh yang ditetapkan bagi melunasi hutang.

Ansuran di dalam bahasa Arab dikenali dengan istilah *al-Taqsīt* iaitu pembahagian hutang kepada beberapa bahagian tertentu, yang ditunaikan di dalam masa-masa tertentu.²³¹ Oleh kerananya *Bay' Bithāman al-Ajil* disebut juga seperti

²²⁷ Al Jaziri, (1973) dalam Muhammad Ayyub, *op.cit.*, 337.

²²⁸ Al-Tunaiani (1993), 5, hal.223, dalam Muhammad Ayyub, *loc.cit.*, 338.

²²⁹ Ab.Mumin Ab. Ghani,”*Sistem Kewangan Islam dan Amalannya di Malaysia*”, Jabatan Kemajuan Islam Malaysia, (Kuala Lumpur,1999), 410.

²³⁰ Muhammad Rawwas Qal'ahji, *Urusan Kewangan Semasa Merujuk Perspektif Shari'ah Islam*, Peterjemah Basri bin Ibrahim al-Hasan al Azhari,(Selangor,2009), 131.

²³¹ *Ibid.*, 112.

bay' al-Taqsīt. Dalam kontrak jual beli *Bay' Bithāman al-Ajil*, jika harga naik, pembeli mendapati keuntungan kerana membeli barangan tersebut berbasiskan pembayaran ditunda dengan harga yang lebih murah, jika harga turun, penjual mendapati keuntungan kerana berapatan menjual barangan yang dibelinya dengan berbasiskan pembayaran tangguh dengan harga yang lebih tinggi. Jadi dalam kontrak *Bay' Bithāman al-Ajil*, sesuai dengan konsep *al-ghunm bi al-ghurm*, yakni keuntungan beriringan dengan risiko. Dengan syarat jual-beli mesti diselesaikan pada satu harga sehingga kewajiban diketahui oleh semua pihak.²³²

2.11.2 Akad *Istiṣna'*

Secara bahasa *Istiṣna'* berasal dari akar kata *ṣana'a* (صنع) ditambah alif, sin, dan ta' menjadi *Istiṣna'* (استصناع) yang dapat diertikan *talab al sun'ah* (طلب الصنعة) meminta dibuatkan barangan atau “meminta bagi dibuatkan sesuatu”²³³

Pengertian *Istiṣna'* merujuk istilah, didefinisikan seperti akad meminta seseorang bagi membuat sebuah barangan tertentu dalam bentuk tertentu.²³⁴

Pengertian *Istiṣna'* merupakan akad yang dilakukan dengan seseorang bagi membuat barangan tertentu dalam tanggungan dan akad tersebut merupakan akad membeli sesuatu yang akan dibuat oleh seseorang.

Merujuk ahli fekah, pengertian *Istiṣna'* adalah sesuatu permintaan bagi mengerjakan sesuatu yang tertentu merujuk cara tertentu yang materialnya (bahan bakunya) dari pihak pembuat (tukang).²³⁵

Pengertian *istiṣna'*, merujuk jumhur ulama, hukum transaksi *istiṣna'* hukumnya yang mana, Merujuk Hanafiayah, jual beli *istiṣna'* dibolehkan. kerana telah lama menjadi kebiasaan (*'urf*) yang mengandung unsur kebaikan (*istihsan*). Jadi hikmah

²³² Muhammad Ayub, *Understanding Islamic Finance*, Penerjemah Aditya Wisnu Pribadi, (Jakarta: Penerbit PT. Gramedia Pustaka Utama, 2007), 345.

²³³ Ahmad Wardi Muslich, *Fiqh Muamalah*, (Jakarta: Penerbit Amzah, 2010), 252.

²³⁴ Wahbah az-Zuhaili, (2011), *Fiqh Islam wa adillatuhu*, jilid 5, (Jakarta: Darul Fikir, 2011), 268.

²³⁵ Ahmad Wardi Muslich, *op.cit.*, 253.

dibolehkannya jual beli *Istiṣna'* kerana kewujudannya telah menjadi keperluan manusia.²³⁶

2.11.3 Akad *Salam*

Akad *salam* disyaratkan berasaskan dalil dari *al-Qur'ān*, sunnah dan ijma ulama. Akad *salam* atau *salaf* adalah penjualan sesuatu yang akan datang dengan imbalan sesuatu yang sekarang, atau menjual sesuatu yang dijelaskan sifatnya dalam tanggungan. Para ulama *Shafi'iyah* dan *Hanabilah* mendefinisikan akad *salam* seperti akad atas sesuatu yang disebutkan dalam sifatnya dalam perjanjian dengan penyerahan tempoh dengan imbalan harga yang diserahkan dalam majelis akad.²³⁷

Pengertian *salaf* atau *istalafa* (استلف) sama dengan *iqtarada* (اقترض) yang ertinya “berhutang”. Merujuk istilah, mazhab hanafi mendefinisikan *salam* seperti jual beli tempoh dengan tunai. Merujuk mazhab Maliki, *salam* adalah akad jual beli yang mana modal (harga) dibayar di muka, sedangkan barangan diserahkan di belakang. Jadi *salam* adalah salah satu bentuk jual beli yang mana wang harga barangan dibayarkan secara tunai, sedangkan barangan yang dibeli belum ada, hanya sifat-sifat, jenis, dan ukurannya sudah disebutkan pada waktu perjanjian dibuat.²³⁸

2.11.4 Akad *bay' al-'inah*

Kata “*al-'inah*” berasal dari bahasa Arab yang bererti “tunai” atau “segera”. Tetapi, yang dimaksud dengan *bay' al-'inah* adalah menjual harta dengan bayaran Ansuran, kemudian segera membelinya semula dengan bayaran tunai. Merujuk al-Bahuty (1402:186), *bay' al-'inah* adalah penjualan barangan kepada seseorang dengan harga tempoh dan barangan diserahkan kepada pembeli, kemudian dibeli semula oleh

²³⁶ Burhanuddin S, *Fiqh Muamalah Dasar-Dasar Transaksi Dalam Ekonomi dan Bisnis*, (Yogyakarta: Penerbit Ijtihad Ilmu, 2010), 103.

²³⁷ Wahbah az-Zuhaili, *op.cit.*, 242.

²³⁸ Ahmad Wardi Muslich, *loc.cit.*, 243.

penjuala sebelum mengambil bayarannya dengan wang tunai kurang dengan harga asal.²³⁹

Merujuk al-Jauhari kata “*al-‘inah*” bermakna pinjaman dan hutang. Dia mengatakan bahawa ‘*al-‘inah*’ adalah jika ada seorang pedagang menjual barangan secara bertempoh, kemudian dia membelinya kembali dengan harga yang lebih rendah. Jual beli secara ‘*al-‘inah*’ berarti seseorang menjual barangan kepada orang lain dengan pembayaran bertempoh, lalu barangan itu diserahkan kepada pembeli, kemudian penjual itu, membeli kembali barangannya sebelum wangnya lunas dengan harga lebih rendah dari harga pertama.²⁴⁰

Pendapat ulama berbeza tentang *bay‘ al-‘inah*, Abu Hanifah mengatakan hukum nya fasid, sedangkan Imam Malik dan Hanbalī mengatakan akadnya batal. Abu Yusuf berpendapat bahawa *bay‘ al-‘inah* hukumnya makruh, sedangkan pandangan para sahabat seperti Aisyah dan Ibn Abbas dan dari tabi’in Ibn Sirin, al-sha’bi dan pandangan jumhur ulama hukum *bay‘ al-‘inah* haram. Mayoritas ulama fekah selain Imam Shafi‘ī menyatakan bahawa jual beli ini adalah rosak (fasid) dan tidak sah. Kerana, jual beli ini menjadi wadah terwujudnya riba dan menyebabkan terjadinya sesuatu yang dilarang oleh Allah sehingga jual beli ini tidak sah.²⁴¹ Manakala mazhab Imam Shafi‘ī membolehkan penggunaan kontrak *bay‘ al-‘inah* kerana akad jual beli yang dilakukan telah memenuhi rukun iaitu ijab dan qobul, tanpa memandang kepada niat pelaku.²⁴²

2.11.5 Akad *Bay‘ al-Dayn*

Bay‘ al-Dayn adalah sesuatu akad jual beli dengan objek jual belinya adalah pihutang atau tagihan (*dayn*).²⁴³ *Bay‘ al-Dayn* adalah seseorang yang mempunyai hak

²³⁹ Nazaruddin Abdul Wahid, *Sukuk Memahami & Membedah Bon pada Perbankan Sharīah*, (Yogyakarta, Penerbit Ar-Ruzz Media, 2010), 57.

²⁴⁰ Abdurrahman as-sa’di, dkk, *Fiqh Jual-Beli Panduan Praktis Bisnis Sharīah*, (Jakarta: Penerbit Senayan Publishing, 2008), 135.

²⁴¹ Wahbah az-Zuhaili, *Fiqh Islam wa Adillatuhu*, jilid 5, (Jakarta: Darul Fikir, 2011), 135.

²⁴² *Ibid.*, 59.

²⁴³ Ahmad Ifham Sholihin, *Buku Pintar Ekonomi Sharīah*, (Jakarta: PT. Gramedia Pustaka Utama, 2002), 140.

mengutip hutang yang akan dibayar pada masa yang akan datang ia dapat menjual haknya kepada orang lain dengan harga yang disetujui bersama.²⁴⁴

Konsep *bay' al-Dayn* sebenarnya merujuk kepada pembiayaan hutang iaitu perbahagian sumber kewangan yang diperlukan oleh unit-unit pengeluaran, perdagangan dan perkhidmatan dengan cara menjual atau membeli kertas-kertas dan dokumen-dokumen perdagangan.²⁴⁵

Bentuk jual beli hutang diklasifikasi menjadi tiga, iaitu:²⁴⁶

- a. Bentuk jualan hutang oleh pihak kreditur kepada pihak penghutang (debitur) lebih dekat pada kontrak *hiwālah*. Jual beli hutang seperti ini dibenarkan oleh ulama Hanafi, kerana tidak termasuk ke dalam jual beli gharar. Mazhab Maliki mempunyai pendapat yang sama bahawa jual beli hutang kepada pihak debitur dibolehkan.
- b. Bentuk jualan hutang oleh pihak kreditur kepada pihak ketiga dengan harga tunai. Penjualan hutang semacam ini tidak dibenarkan oleh mazhab Hanafi dan Hanbalī, kerana penjual hutang tidak berkemampuan bagi menyerahkan hutang tersebut pada waktunya. Mazhab Maliki membenarkan jualan hutang kepada pihak ketiga dengan persyaratan tertentu.
- c. Penjualan hutang kepada pihak penghutang atau pihak ketiga tetapi dengan cara pembayaran tertangguh. Merujuk Ibn Taimiyah jualan hutang seperti ini tidak dibenarkan dan golongan ulama terdahulu menamakan *bay' al-kali bi al-kali* yakni akad jual beli hutang dengan hutang.

²⁴⁴ Nor Muhamed Yacop (1996), *Sistem Kewangan Islam di Malaysia*, (Kuala Lumpur: Urusan Publications & Distributors Sdn. Bhd, 1996), 92.

²⁴⁵ Ab. Mumin Ab. Ghani, "Sistem Kewangan Islam dan Amalannya di Malaysia", Jabatan Kemajuan Islam Malaysia, (Kuala Lumpur, 1999), 280.

²⁴⁶ Nazaruddin Abdul Wahid, *Sukuk Memahami & Membedah Bon pada Perbankan Sharīah*, (Yogyakarta, Penerbit Ar-Ruzz Media, 2010), p.51-55.

2.11.6 Akad *Musyārahah*

Pengertian *syirkah* (*musyārahah*) secara harfiah berarti percampuran. Merujuk bahasa, *syirkah* adalah bercampurnya sesuatu harta dengan harta yang lain sehingga keduanya tidak dapat dibezakan. Merujuk ulama Shafi'iyah, *syirkah* adalah tetapnya hak pemilikan bagi dua atau lebih sehingga tidak terbedakan antara hak pihak yang satu dengan hak pihak yang lain dan merujuk ulama Hanafiyah, *syirkah* adalah transaksi antara dua orang yang bersekutu dalam modal dan keuntungan.²⁴⁷

Pengertian *musyārahah* merujuk bahasa ialah pencampuran harta di antara dua orang atau lebih.²⁴⁸

Merujuk Saad Abdul Sattar Al-Harran (1993;74) *musyārahah* (*Syirkah*) seperti bentuk perkongsian yang mana dua orang atau lebih bergabung baik dalam bentuk modal atau tenaga kerja atau keduanya dalam kadar tertentu bagi masing-masing dengan pembahagian keuntungan, kerugian, dan tanggung jawab masing-masing.

Hukum *syirkah* dibolehkan oleh syariat, berasaskan Al Qur'an, sunnah dan Ijma'. Dalil dari *al-Qur'an*, firman Allah,

﴿... فَإِنْ كَانُوا أَكْثَرَ مِنْ ذَلِكَ فَهُمْ شُرَكَاءُ فِي الثُّلُثِ...﴾

(Sūrah al-Nisā' 4:12)

Terjemahan: ..”Maka mereka bersekutu dalam bahagian yang sepertiga itu”

﴿وَأِنَّ كَثِيرًا مِّنَ الْخُلَطَاءِ لَيَبْغِي بَعْضُهُمْ عَلَى بَعْضٍ إِلَّا الَّذِينَ ءَامَنُوا وَعَمِلُوا

الصَّالِحَاتِ وَقَلِيلٌ مَّا هُمْ﴾

(Sūrah Shaad 38:24)

Terjemahan:” dan sesungguhnya kebanyakan dari orang-orang yang berbergaul dan berhubungan (dalam pelbagai lapangan hidup, setengahnya berlaku zalim kepada setengah yang lain, terkecuali orang-orang yang beriman dan beramal salih; sedang mereka amat-lah terhad!”

²⁴⁷ Wahbah az-Zuhaili, *op.cit.*, 441.

²⁴⁸ Sobri Salamon, (1984), 172. dalam Nazaruddin Abdul Wahid, Sukuk memahami & Membedah Bon pada Perbankan Sharīah, (Yogyakarta: Penerbit.Ar-Ruzz Media,2010), 62.

Manakala dalil dari sunnah, *ḥadīth* qudsi yang diriwayatkan oleh Abu Hurairah secara marfu' dari Rasulullah bahawa beliau bersabda, “ Sesungguhnya Allah ‘azza wa jalla berfirman ,”Aku adalah pihak ketiga dari dua orang yang bersekutu, selama salah seorang dari keduanya tidak mengkhianati yang lain, maka Aku keluar dari persekutuan tersebut.(HR. Abu Dawud serta Hakim)

Syirkah dikelompokkan menjadi dua, iaitu *syirkah amlāk* (kongsi harta) dan *syirkah ‘uqud* (kongsi transaksi). *Syirkah amlāk* atau *syirkah milk* merupakan bentuk persekutuan diantara dua orang atau lebih dalam pemilikan harta yang diperolehi tanpa disertai akad. *Syirkah amlāk* dikelompokkan menjadi dua, iaitu *syirkah ikhtiyār* (sukarela), iaitu *syirkah* yang lahir atas kehendak dua pihak yang bersekutu. Kedua, *syirkah jabar* (paksa), iaitu persekutuan yang terjadi diantara dua orang atau lebih tanpa kehendak mereka. Hukum kedua jenis *syirkah* ini bagaikan pihak asing atas sekutunya yang lain. Sehingga, salah satu pihak tidak berhak melakukan tindakan apapun terhadap harta tersebut tanpa izin dari yang lain, kerana masing-masing sekutu tidak mempunyai kekuasaan atas bahagian saudaranya.²⁴⁹ *Syirkah ‘uqud* adalah bentuk persekutuan diantara dua pihak atau lebih bagi menjalankan sesuatu usaha berasaskan prinsip berkongsi keuntungan.²⁵⁰

2.11.7 Akad Sukuk *Muḍārabah*

Muḍārabah dari segi bahasa berasal dari kata dasar *al-ḍarb* : ضرب يضرب *ضربا* (*ḍaraba - yaḍribu - ḍarban*) yang berarti bergerak, menjalankan, memukul, kemudian mendapat tambahan huruf sehingga menjadi (*ḍāraba - yuḍāribu - muḍārabah*) ضارب يضارب مضارب yang berarti saling bergerak, saling pergi, atau

²⁴⁹ Wahbah az-Zuhaili, *loc.cit.*, 443.

²⁵⁰ Burhanuddin S, *Fiqh Muamalah Dasar-Dasar Transaksi Dalam Ekonomi dan Bisnis*, (Yogyakarta: Penerbit Ijtihad Ilmu, 2010), 121-122.

saling menjalankan atau saling memukul. Dalam arti lain, مضارب berarti berdagang atau memperdagangkan.²⁵¹

Di dalam *al-Qur'ān* kata *daraba* digunakan dalam rangkaian kata ayat “*darb fi al-ard'*”, yang memberi maksud keluar mengembara bagi menjalankan peniagaan atau melakukan perjalanan bagi berniaga.²⁵²

Penggunaan makna ini adalah bersesuaian dengan Firman Allah dalam *al-Qur'ān*:

وَالْآخَرُونَ يَضْرِبُونَ فِي الْأَرْضِ يَبْتَغُونَ مِنْ فَضْلِ اللَّهِ
(Sūrah al-Muzammil 73: 20)

Terjemahan:,...“ Dan yang lainnya orang-orang yang musafir dimuka bumi bagi menjana rezeki dari limpah karunia Allah...”

Istilah *muḍārabah* dengan pengertian berpergian bagi berdagang digunakan oleh penduduk Irak. Sedangkan penduduk Hijaz menggunakan istilah *qirāḍ*, yang diambil dari kata *qarḍ* (قرض) yang ertinya; *al-qaṭ'u* (القطع) yakni memotong. Dinamakan demikian, kerana pemilik modal memotong sebahagian hartanya bagi diperdagangkan oleh 'amil dan memperoleh keuntungannya.

Amalan ini dikenali sebagai “*al-Muqāraḍah*” yang bererti sama rata kerana masing-masing berkongsi modal dan akan turut sama mendapati keuntungan dari pada sesuatu perniagaan yang dijalankan.²⁵³

Muḍārabah adalah akad yang berlaku antara kedua-dua pihak dengan syarat salah seorang dari keduanya menyerahkan sejumlah wang kepada pihak yang lain bagi didagangkan dan keuntungan yang diperolehi dibahagi dua sesuai dengan kesepakatan.²⁵⁴

²⁵¹ Sohari Sahrani dan Ru'fah Abdullah, *Fikih Muamalah*, (Jakarta:Penerbit Ghalia Indonesia, 2011), 187.

²⁵² Muhammad As-Sayyid Sabiq, “*Fiqh Sunnah*, (Kuala Lumpur: Al-Hidayah Publications,2009), 173.

²⁵³ Mustafa al-Khin et al (2011), *Al- Fiqh Al-Manhaji Mazhab Al -Shafi'i*, Penerjemah Zulkifle bin Mohamad al Bakri, (Jabatan Kemajuan Islam Malaysia, 2011), 371.

²⁵⁴ As-Sayyid Sabiq , *Fiqh Sunnah, Jilid 6*, Peterjemah Nor Hasanuddin & Aisyah Saipudin, (Kuala Lumpur:Al-Hidayah Publications, 2009), 173.

Ḥadīth yang diriwayatkan oleh Abdullah bin Abbas.RA dari pada bapaknya Al-Abbas Mutalib RA: *Ḥadīth* yang diriwayatkan oleh Abdullah bin Abbas.RA dari bapaknya Al-Abbas Mutalib RA:

Diantara *Ḥadīth-ḥadīth* Rasul yang dapat dijadikan rujukan dasar akad transaksi *muḍārabah* adalah:

روى ابن عباس رضي الله عنهما انه قال: كان سيدنا العباس بن عبد المطلب اذا دفع المال مضربة اشترط على صاحبه ان لا يسلك به بحرا ولا ينزل به واديا ولا يشتري به دابة ذات كبد رطبة فان فعل ذلك ضمن فبلغ شرطة رسول الله ﷺ فاجازه

Terjemahan: “Diriwayatkan oleh Ibnu Abbas bahawasannya Sayyidina Abbas: Apabila dia menyerahkan harta bagi pelaburan, dia akan meletakkan syarat kepada sahabatnya iaitu dia tidak yang mana membawa barangan ini melalui laut dan melalui lembah dan tidak menggunakan harta ini bagi membeli haiwan yang mempunyai hati yang lembab (masih hidup). Jika dia melakukannya juga, dia perlu menggantikannya. Syarat ini telah disampaikan kepada Rasulullah SAW dan Baginda membenarkannya.” (Riwayat al- Baihaqi, 6:111)

Dari pada Suhaib RA bahawa Nabi Muhammad SAW bersabda: Dari Suhaib RA bahawa Nabi Muhammad SAW bersabda:

عن صالح بن صهيب عن ابيه قال: قال رسول الله ﷺ ثلاث فيهن البيع الى اجل والمقارضة واخلاق البر بالاشعر للبيت للبيع

Terjemahan : Dari Shahih bin Shuhaib r.a. bahawa Rasulullah saw. Bersabda, “Tiga hal yang di dalamnya terdapat keberkatan: jual beli secara tangguh, *muqāraḍah* (*muḍārabah*), dan mencampur gandum dengan tepung bagi keperluan rumah, bukan bagi dijual.” (HR. Ibnu Majah:2289)

Pengamalan akad *muḍārabah* dalam urus niaga kewangan Islam menggunakan landasan hukum atas dasar Firman Allah SWT dalam *al-Qur’ān*,

وَأَخْرُونَ يَضْرِبُونَ فِي الْأَرْضِ يَبْتَغُونَ مِنْ فَضْلِ اللَّهِ
(Sūrah Al- Muzzammil 73: 20)

Terjemahan: “Dan yang lain berjalan dimuka bumi menjana sebahagian karunia Allah.)”

Dasar hukum yang kedua berasal diambil dari *al-Qur'an*, iaitu :

فَإِذَا قُضِيَتِ الصَّلَاةُ فَانتَشِرُوا فِي الْأَرْضِ وَابْتَغُوا مِنْ فَضْلِ اللَّهِ وَاذْكُرُوا اللَّهَ كَثِيرًا

لَعَلَّكُمْ تَفْلِحُونَ ﴿١٠﴾

(Sūrah Al-Jumu'ah 62 :10)

Terjemahan: “Apabila shalat telah dilaksanakan, maka bertebaranlah kamu di muka bumi, dan carilah karunia Allah”.

Dalil *Mudārabah* dalam *ḥadīth* Rasulullah SAW,

أَنَّ النَّبِيَّ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ قَالَ :ثَلَاثٌ فِيهِنَّ الْبُرْكَهُ : الْبَيْعُ إِلَى أَجَلٍ وَالْمَقَارَضَةُ وَخَلْطُ الْبُرِّ
بِالشَّعِيرِ لِلْبَيْتِ لَا لِلْبَيْعِ

Terjemahan: “Tiga hal yang didalamnya terdapat keberkahan: jual beli tangguh, *muqaradah* (*muḍārabah*), dan mencampur gandum dengan tepung bagi keperluan bukan bagi keperluan rumah, bukan bagi dijual”.
(HR.Ibnu Majah) .

Merujuk Wahbah Zuhaili, *muḍārabah* didefinisikan seperti akad yang di dalamnya pemilik modal memberikan (harta) pada *‘amil* (pengelola) bagi mengelolanya, dan keuntungannya menjadi milik bersama sesuai dengan apa yang mereka kesepakan, sedangkan kerugiannya hanya menjadi tanggungan pemilik modal sahaja.²⁵⁵

Al-Muḍārabah ialah satu kontrak ke atas syarikat bagi mendapat keuntungan yang mana modal dari satu pihak, manakala kerja dari satu pihak yang lain.²⁵⁶

Sayid Sabiq, memberikan definisi *muḍārabah* adalah sesuatu akad antara dua pihak yang mana salah satu pihak memberikan wang (modal) kepada pihak lain bagi diperdagangkan dengan ketentuan bahawa keuntungan dibahagi diantara mereka berdua sesuai dengan kesepakatan mereka.²⁵⁷ Sukuk *Muḍārabah* sudah sesuai dengan kaedah fiqh “*al ghumn bi al ghurm*” sebab dalam pembahagian keuntungan sesuai dengan risiko yang ditanggung.

²⁵⁵As-Sayyid Sabiq, *Fiqh Sunnah, Jilid 6*, Peterjemah Nor Hasanuddin & Aisyah Saipudin, (Kuala Lumpur:Al-Hidayah Publications,2009), 155..

²⁵⁶*Ibid.*

²⁵⁷Ahmad Wardi Muslich,” *Fiqh Muamalat*”, (Jakarta:Penerbit Amzah,2010), 315-316.

2.11.8 Akad Sukuk *Ijārah*

Sewa-menyewa dalam bahasa Arab dikenali dengan istilah *ijārah*. *ijārah* berasal dari kata “a ja ra” (اجر) dan mempunyai beberapa sinonim, dapat diertikan: menyewakan, memberinya upah dan memberinya pahala. Merujuk bahasa *ijārah* ertinya, sewa menyewa atau jual beli manfaat.

Sayid Sabiq mengemukakan, bahawa *al-Ijārah* berasal dari kata terbitan *al-Ajr* (الاجر) yang bererti ‘al-‘iwadh’ (sewa atau imbalan, ganjaran atau pahala). Jadi *ijārah* merujuk bahasa dan secara syara’ mempunyai makna jual beli manfaat.²⁵⁸ Dalam pengertian istilah, terdapat perbezaan pendapat tentang *ijārah* dikalangan ulama Hanafiah, Malikiyah, Shafi‘iyyah dan Hanabilah.

Merujuk Hanafiah, bahawa *ijārah* adalah akad atas manfaat disertai imbalan berupa harta.²⁵⁹ Pendapat mazhab Malikiyah, bahawa *ijārah* adalah sesuatu akad yang memberikan hak milik atas manfaat sesuatu barangan yang mubah bagi masa tertentu dengan imbalan yang bukan berasal dari manfaat.

Merujuk Shafi‘iyyah, Akad *ijārah* adalah sesuatu akad atas manfaat yang dimaksud dan tertentu yang mana diberikan dan dibolehkan dengan imbalan tertentu. Manakala merujuk Hanabilah, *ijārah* adalah sesuatu akad atas manfaat yang mana sah dengan lafal *ijārah* dan kara’ dan semacamnya.²⁶⁰

Oleh kerananya, ulama Hanafiyah mengatakan bahawa *ijārah* adalah akad atas manfaat disertai imbalan, sedangkan ulama Malikiyah mendefinisikan *ijārah* seperti memberikan manfaat sesuatu yang mubah dalam masa tertentu disertai imbalan.²⁶¹

²⁵⁸Wahbah az-Zuhaili, “Fiqh Islam wa Adillatuhu, Penerjemah Abdul Hayyie al- Kattani, dkk Jilid 5, (Jakarta: Penerbit Gema Insani, 2011), 476.

²⁵⁹Ahmad Wardi Muslich, *op.cit.*, 316-317.

²⁶⁰Wahbah az-Zuhaili, *op.cit.*, 387.

²⁶¹Mustofa al-Khin, Mustofa Al-Bugho & Ali Asy-Syarbaji (2005), Kitab Fekah Mazhab Shafi‘i, Jilid 6, (Kuala Lumpur: Penerbit Pustaka Salam, 2005), 1483.

Merujuk istilah *fuqahā'*, *ijārah* ialah kontrak bagi mendapati khidmat (manfaat) tertentu yang mana dibayar dan dihalalkan dengan barangan tertentu. Kontrak ini dilaksanakan dengan memindahkan hak milik khidmat tersebut.²⁶²

Akad *ijārah* (sewa) akad bagi memperoleh manfaat dengan disertai bayaran. Dengan kata lain, *ijārah* merupakan bentuk jual beli manfaat, bagi mendapati imbalan.²⁶³

Pengamalan akad *ijārah* dalam urus niaga kewangan Islam menggunakan landasan hukum sama ada dari *al-Qur'ān* dan *ḥadīth* Nabi. Hal ini merujuk kepada pendapat mayoritas ulama memperbolehkan akad *ijārah* dengan dalil *al-Qur'ān*, Sunnah, dan Ijma. Kemudian diikuti dalam pengamalan akad sukuk *Ijārah* di Pasaran Modal Indonesia, berasaskan:

Pendapat peserta Rapat Pleno Dewan *Sharī'ah* Nasional pada hari Kamis, tanggal 8 Muharram 1412 H/13 April 2000

Asas hukum akad *ijārah* berasaskan *al-Qur'ān*:

وَرَفَعْنَا بَعْضَهُمْ فَوْقَ بَعْضٍ دَرَجَاتٍ لِّيَتَّخِذَ بَعْضُهُم بَعْضًا سُخْرِيًّا
(Sūrah Al-Zukhruf 43: 32)

Terjemahan: “dan juga kami telah menjadikan darjat setengah mereka tertinggi dari darjat setengahnya yang lain;(semuanya itu) supaya sebahagian dari mereka senang mendapat kemudahan menjalankan kehidupan-nya dari (bantuan) setengahnya yang lain.”

وَإِنْ أَرَدْتُمْ أَنْ تَسْرِضُوا أَوْلَادَكُمْ فَلَا جُنَاحَ عَلَيْكُمْ إِذَا سَلَّمْتُمْ مَا آتَيْتُم بِالْمَعْرُوفِ
وَاتَّقُوا اللَّهَ وَأَعْلَمُوا أَنَّ اللَّهَ بِمَا تَعْمَلُونَ بَصِيرٌ
(Sūrah al-Baqarah 2:233)

Terjemahan: “ dan jika kamu hendak beri anak-anak kamu mu menyusu kepada orang lain, maka tidak ada salahnya bagi kamu apabila kamu serahkan (upah) yang kamu mahu beri itu dengan cara yang patut. Dan bertakwalah kamu kepada Allah, serta ketahuilah, sesungguhnya Allah senantiasa melihat akan apa jua yang kamu lakukan.”

²⁶²*Ibid.*

²⁶⁶Burhanuddin. S, *Fiqh Muamalah Dasar-Dasar Transaksi Dalam Ekonomi dan Bisnis*, (Yogyakarta: Penerbit Ijtihad Ilmu, 2010), 110.

قَالَتْ إِحْدَاهُمَا يَأْتِيَنَّكَ اسْتَعْجِرْهُ إِنَّ خَيْرَ مَنْ اسْتَعْجَرَ الْقَوِيُّ الْأَمِينُ ﴿٢٣٣﴾
(Sūrah al-Baqarah 2:233)

Terjemahan: Salah seorang di antara perempuan yang berdua itu berkata: “Wahai ayah, ambillah dia menjadi orang upahan (mengembala kambing kita), sesungguhnya sebaik-baik orang yang ayah ambil kerja ialah orang yang kuat, lagi amanah”.

فَإِنْ أَرْضَعْنَ لَكُمْ فَوَاتُوهُنَّ أَجُورَهُنَّ
(Sūrah Al-Talaq 65: 6)

Terjemahan: “Kemudian jika mereka menyusukan anak bagi kamu, maka berikanlah kepada mereka upahnya.”

Selain itu, landasan hukum akad *ijārah* yang tercantum dalam Fatwa Dewan Sharī‘ah

Nasional No. 72 /MUI/VI/2008 tentang SBSN *ijārah Sale and Lease Back* .

Hadīth riwayat ‘Abd ar-Razzaq dari Abu Hurairah dan Abu Sa’id al-Khudri,

Nabi SAW. bersabda:

مَنْ اسْتَأْجَرَ أَجِيرًا فَلْيُعَلِّمُهُ أَجْرَهُ.....

Maksudnya: ” Sesiapa mempekerjakan pekerja, beritahukanlah upahnya.
“(H.R. Abd ar-Razzaq)

أَعْطُوا الْأَجِيرَ أَجْرَهُ قَبْلَ أَنْ يَجِفَ عُرْفُهُ

Maksudnya: Berikanlah olehmu upah orang sewaan sebelum keringatnya kering. (H.R. Ibn Majah)

Hadīth riwayat Abu Daud dari Sa’d Ibn Abi Waqqas, ia berkata:

كُنَّا نُكْرِي الْأَرْضَ بِمَا عَلَى السَّوَاقِي مِنَ الزَّرْعِ وَمَا سَعِدَ بِالْمَاءِ مِنْهَا، فَنَهَانَا رَسُولُ اللَّهِ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ
وَأَلِهِ وَسَلَّمَ عَنْ ذَلِكَ وَأَمَرَنَا أَنْ نُكْرِيَهَا بِذَهَبٍ أَوْ فِضَّةٍ

Maksudnya : “Kami pernah menyewakan tanah dengan (bayaran) dapatan pertaniannya; maka, Rasulullah melarang kami melakukan hal tersebut dan memerintahkan agar kami menyewakannya dengan emas atau perak.”(H.R. Ahmad dan Abu Daud)

عن ابن عباس رضي الله عنهما قال: احتجم رسول الله ﷺ واعطى الحجام أجره، ولو علمه خبيثا لم

(يعطيه). (رواه البخاري وابو داود)

Maksudnya: Dari Abbas radhiyallahu ‘anhuma, beliau berkata: Rasulullah shallallahu ‘alaihi wa sallam pernah berbekam dan memberikan upah

tukang bekam itu, dan sekiranya upah profesi bekam itu buruk maka niscaya beliau tidak akan memberikannya. (H.R. Bukhari dan Abu Daud)

أَنَّ رَسُولَ اللَّهِ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ اخْتَجِمَ وَأَعْطِيَ الْحَجَّامَ أَجْرَهُ

Maksudnya: Bahawa Rasulullah SAW bersabda: “Berbekamlah kamu, kemudian berikanlah olehmu upahnya kepada tukang bekam itu.” (H.R. Bukhari dan Muslim)

عن أبي سعيد رضي الله عنه قال: نهى رسول الله ﷺ عن استعجار الأجير حتى يبين له أجره، وعن

النجش واللمس، وألقاء الحجر". رواه ابن أحمد

Maksudnya: Dari Abu Sa'id radhiyallahu 'anhu, ia berkata: Rasulullah shallallahu 'alaihi wa sallam melarang bagi mengangkat seorang pekerja hingga upahnya dijelaskan terlebih dahulu, beliau juga melarang jual beli dengan cara an-Najasy, al-Lams, dan dengan cara melempar batu. (H.R. Ibnu Majah)

Kaedah fekah:

الْأَصْلُ فِي الْأَشْيَاءِ إِلَّا بَأْ حَةٍ حَتَّى يَدُلَّ الدَّلِيلُ عَلَى التَّحْرِيمِ

Maksudnya: “Pada dasarnya, semua bentuk muamalah yang mana dilakukan terkecuali ada dalil yang mengharamkannya.”

درء المفسد مقدم على جلب المصالح

Maksudnya: “Menghindarkan mafsadat (keburukan dan bahaya (kerusakan, bahaya) mesti diadahulukan atas mendatangkan kemaslahatan.”

Ijārah merujuk istilah bahasa Arab merujuk kepada bayaran yang diberikan kepada orang yang melakukan sesuatu kerja seperti ganjaran kepada apa yang dilakukannya. Ganjaran tersebut disebut seperti *ajr* atau *ujrah*.

Kalimah ‘*ajjarahu*’ atau ‘*aajarahu*’ bermaksud memberi upah kerana kerja yang dilakukan. Perkataan ini hanya digunakan bagi merujuk kepada sesuatu yang memberikan keuntungan dan tidak digunakan bagi sesuatu yang merugikan. *Ajr* biasanya digunakan bagi merujuk ganjaran akhirat, sementara *ujrah* pula merujuk kepada ganjaran dunia.²⁶⁴

²⁶⁴Mustofa al-Khin, Mustofa Al-Bugho & Ali Asy-Syarbaji (2005), Kitab Fekah Mazhab Shafi'i, Jilid 6, (Kuala Lumpur: Penerbit Pustaka Salam, 2005), 1483.

Rukun *ijārah* merujuk Hanafiyah adalah ijab dan qobul, iaitu dengan lafal *ijārah*. Sedangkan rukun *ijārah* merujuk mayoritas ulama ada empat, iaitu dua pelaku akad (pemilik sewa dan penyewa), sighah (ijab dan qabul), upah, dan manfaat barangan. Objek *ijārah* terbahagi empat:²⁶⁵

- *Ijārah* terhadap manfaat dari barangan, disebut juga *ijārah ‘ala al-manafi* atau *ijārah al-A’yan*. Contohnya seperti menyewakan gedung, rumah, kapal, mobil dan lainnya.
- *Ijārah* terhadap manfaat dari pekerjaan manusia (*ijārah ‘ala al-A’māl*). Seperti mengupah seorang manajer bagi mengurus syarikat, dan tukang angkat memindahkan barangan.
- *Ijārah* terhadap perpaduan manfaat manusia dan barangan (*ijārah ‘ala al-Manafi’ wa al-a’māl*). Seperti mengupah seorang atau institusi membangun rumah sedang alat-alat berasal dari pekerja atau institusi tersebut; atau mengendarai angkutan awam yang mana upah diberikan bagi sopir dan mobil atau kendaraan beratnya.
- Bila dimasukkan pendapat Ibnu Qayim, maka terdapat obyek *ijārah* keempat, yaitu : *ijārah* bukan terhadap manfaat, tapi terhadap “barangan”-*‘ain*, yaitu dapatan berkelanjutan dari sesuatu barangan asal, manakala zat barangan tersebut tetap ada, seperti buah seberkongsu keuntungan dari penyewaan pohon.

2.12 Fekah Jual Beli Sukuk

Pada awal penerbitan sukuk korporat di Indonesia hanya menggunakan dua akad sukuk, iaitu sukuk *muḍārabah* dan sukuk *ijārah*. Manakala mekanisme jual beli sukuk melalui cara jual beli lelong (*auction*) atau dalam konsep fekah disebut dengan *bay’ muzāyadah*.

²⁶⁵ Alimin (2010), "Aplikasi Pasaran Sukuk dalam Perspektif Sharīh (Studi Analisis Kesesuaian Sharīh terhadap Aplikasi Pasaran Sukuk Domestik dan Global)", Disertasi Pascasarjana Universitas Islam Negeri Syarif Hidayatullah, (Jakarta, 2010), 15.

Sedangkan bagi penerbitan sukuk kerajaan menggunakan akad *bay' wafa'* dikombinasi dengan akad *ijārah* yang dikenali dengan istilah *bay' istighlāl*.

2.12.1 Bay' Muzāyadah

Jualan lelong dalam literatur fiqih, dikenali dengan istilah *muzāyadah* (مزايده). Kata *muzāyadah* (مزايده) berasal dari kata *zāda-yazīdu-ziyādah* (زاد- يزيد - زيادة) yang ertinya bertambah, maka *muzāyadah* berarti saling menambah. Maksudnya, orang-orang saling menambah harga tawar atas sesuatu barangan.²⁶⁶ Lelong (*al-muzayyadah*) dapat diertikan seperti berlomba-lomba menambah harga pada barangan yang dipamerkan bagi dijual.

Di dalam kamus bahasa Arab, *al-Mu'jam al-Wāsiṭ*, kata *muzāyadah* diertikan seperti²⁶⁷.

التَّنَافُسُ فِي زِيَادَةِ ثَمَنِ السِّلْعَةِ الْمَعْرُوضَةِ لِلْبَيْعِ

Maksudnya:”Persaingan dalam menambah harga sesuatu barangan yang ditawarkan bagi dijual. “

Di dalam kitab *al-Qawanin al-Fiqhiyah*, secara istilah definisi dari *muzāyadah* adalah²⁶⁸.

أَنْ يُنَادَى عَلَى السِّلْعَةِ وَيَزِيدُ النَّاسُ فِيهَا بَعْضُهُمْ عَلَى بَعْضٍ حَتَّى تَقِفَ عَلَى آخِرِ زَائِدٍ فِيهَا فَيَأْخُذَهَا

Terjemahan: Mengajak orang membeli sesuatu barangan, yang mana para calon pembelinya saling menambah nilai tawar harga, hingga berhenti pada penawar tertinggi. Dan sepertimana kita tahu, dalam amalannya dalam sebuah penjualan lelong, penjual menawarkan barangan di kepada beberapa calon pembeli.

Menurut istilah, lelong adalah menyerukan barangan dan calon pembeli satu sama lain saling menambah harga terhadap barangan itu hingga berhenti penambahan itu pada penawar tertentu lalu dialah yang mengambilnya.²⁶⁹ Jualan lelong menjelaskan bahawa seorang penjual yang menawarkan barangannya ke pasaran, lalu para pembeli

²⁶⁶ Ahmad Sarwat, “Bolehkah Kita Bertransaksi Dengan Cara Lelong”, dalam <http://rumah.fiqih.com> diekses 15 Mei 2014

²⁶⁷ *Ibid.*

²⁶⁸ *Ibid.*

²⁶⁹ Tim Ulama (1983), *al-Mawsu'ah al Fiqhiyyah al Kuwaytiyyah*, Penerbit: Kementrian Wakaf dan Urusan Agama Kuwait, Cetakan Kedua, Juz 37, 86.

saling menaikkan harganya, lalu dia menjualnya kepada yang membayar harganya paling tinggi.

Jualan lelong merujuk pendapat para ulama, iaitu merujuk Al Tunaini dan Ibnu Human, ulama dari mazhab Hanafi mengatakan jualan lelong (*al-muzāyadah*) tidak dilarang kerana Rasulullah SAW secara pribadi mempraktekkan hal tersebut. Ibnu Juzaiy, ulama dari mazhab Maliki memperbolehkan prinsip ini kerana tidak ada elemen ketidaktransparan dalam memilih barangan.²⁷⁰ Ibn Qudāmah, ulama dari mazhab Hanbalī memperbolehkan hal ini mengacu pada ijma' berasaskan apa yang dilakukan oleh Rasulullah SAW. Hukum jual beli dengan cara lelong merujuk pendapat para ulama, iaitu merujuk Al Tunaini dan Ibnu Human, ulama dari mazhab Hanafi mengatakan jualan lelong (*al-muzāyadah*) tidak dilarang kerana Rasulullah SAW secara pribadi mempraktikkan hal tersebut. Ada pendapat ulama yang membolehkan hukum lelong, tapi ada juga yang memakruhkannya kerana terdapat sumber hukumnya yang berbeza. Jumhur ulama membolehkan lelong, dasarnya adalah apa yang dilakukan langsung oleh Rasulullah SAW di masa beliau hidup. *Hadīth* yang membolehkannya antara lain :

عَنْ أَنَسِ بْنِ مَالِكٍ أَنَّ رَجُلًا مِنَ الْأَنْصَارِ جَاءَ إِلَى النَّبِيِّ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ يَسْأَلُهُ فَقَالَ لَكَ فِي بَيْتِكَ شَيْءٌ قَالَ بَلَى جَلَسَ نَلْبَسُ بَعْضَهُ وَنَبْسُطُ بَعْضَهُ وَقَدْخَ نَشْرَبُ فِيهِ الْمَاءَ قَالَ انْتَبِهِي هِمَّا قَالَ فَأَتَاهُ هِمَّا فَأَخَذَهُمَا رَسُولُ اللَّهِ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ بِيَدِهِ ثُمَّ قَالَ مَنْ يَشْتَرِي هَذَيْنِ فَقَالَ رَجُلٌ أَنَا أَخَذَهُمَا بِدِرْهَمٍ قَالَ مَنْ يَرِيدُ عَلَى دِرْهَمٍ مَرَّتَيْنِ أَوْ ثَلَاثًا قَالَ رَجُلٌ أَنَا أَخَذَهُمَا بِدِرْهَمَيْنِ فَأَعْطَاهُمَا إِيَّاهُ وَأَخَذَ الدِّرْهَمَيْنِ فَأَعْطَاهُمَا الْأَنْصَارِيَّ

Terjemahan: Dari Anas bin Malik ra bahawa ada seorang lelaki Anshar yang datang menemui Nabi saw dan dia meminta sesuatu kepada Nabi saw. Nabi saw bertanya kepadanya, "Apakah di rumahmu tidak ada sesuatu?" Lelaki itu menjawab, "Ada. Dua potong kain, yang satu dikenakan dan yang lain bagi alas duduk, serta cangkir bagi meminum air." Nabi saw berkata, "Kalau begitu, bawalah kedua barangan itu kepadaku." Lelaki itu datang membawanya. Nabi saw bertanya, "Siapa yang mau membeli barangan ini?" Salah seorang sahabat beliau menjawab, "Saya mau membelinya dengan harga satu dirham." Nabi saw

²⁷⁰Ibnu Juzaiy: dalam Muhammad Rawwas Qal'ahji (2009), Urusan Kewangan Semasa Merujuk Perspektif Sharīah Islam, 175.

bertanya lagi,”Ada yang mau membelinya dengan harga lebih mahal?” Nabi saw menawarkannya hingga dua atau tiga kali. Tiba-tiba salah seorang sahabat beliau berkata,”Aku mau membelinya dengan harga dua dirham.” Maka Nabi saw memberikan dua barangan itu kepadanya dan beliau mengambil wang dua dirham itu dan memberikannya kepada lelaki Anshar tersebut... (HR Ahmad, Abu Dawud, an-Nasa`i, dan al-Tirmizī)

Perniagaan Sukuk pada pasaran modal dilakukan secara *al-muzāyadah* (jualan lelong). Kontrak jualan lelong adalah penawaran barangan bagi dijual dengan harga terbaik, kemudian kontrak dilakukan atas salah satu harga yang ditawarkan yakni harga tertinggi.²⁷¹

Proses jualan lelong dilakukan dengan tawar menawar oleh para peserta lelong. Jika belum ada kesepakatan antar peserta yang melakukan penawaran, maka dimungkinkan seorang lain mengajukan tawaran dan memberi tambahan atas harga pertama. Hal itu sesuai dengan *ḥadīth* yang diriwayatkan dari Anas: “ Sesungguhnya Nabi saw, pernah menawarkan anak panah dan pelana kepada beberapa shabatnya. Lalu seorang laki-laki berkata, “ Keduanya bagiku dengan harga satu dirham”. Kemudian orang yang lain berkata, “ Keduanya bagiku dengan dua dirham”. (HR.Bukhari dan Muslim).²⁷²

Hukum jualan secara *muzāyadah* adalah mesti di dalam jualan atau sewaan seseorang individu terhadap harta miliknya sendiri dan sunat di dalam jualan atau sewaan seseorang yang dipertanggungjawabkan menjaga harta seseorang yang lain.²⁷³

Argumen pembolehan *bay‘ muzāyadah* ²⁷⁴ seperti yang tercantum dalam *ḥadīth*.“ Anas mengatakan Rasulullah SAW menjual sebuah karpas dan tempat air dan menawarkan kepada para pembeli. Seseorang menawar bagi membeli barangan tersebut seharga satu dirham. Rasulullah SAW kemudian menawar kepada siapa yang mau

²⁷¹ *Ibid.*, 213.

²⁷² Yusuf as-Sabatin, *Bisnis Islami & Kritik Atas Praktik Bisnis Ala Kapitalis*, (Bogor: Penerbit Al-Azhar Press, 2009), 256.

²⁷³ Muhammad Rawwas Qal’ahji, *Urusan Kewangan Semasa Merujuk Perspektif Sharīah Islam*, Peterjemah Basri bin Ibrahim al-Hasan al Azhari, (Selangor, 2009), 215.

²⁷⁴ Muhammad Nashrullah, *Akad-akad fiqh pada pasaran modal sharīah dan aplikasinya*, Jurnal Ekonomi Sharīah, Muamalah, Vol.4, No.1, (Januari 2007), 15.

menawar dengan harga lebih tinggi. Salah seorang menawar dua dirham dan kemudian Rasulullah SAW menjual barangan tersebut kepadanya (HR. Tirmizī dan Nasai).

2.12.2 Bay Wafa'

Merujuk bahasa Arab, *al-bay'* berarti jual beli, dan *al-wafa'* dapat diertikan membayar hutang, pelunasan hutang, menepati janji, setia serta tak menyalahi janji.²⁷⁵

Bay' al- wafa' adalah salah satu bentuk transaksi (akad) yang muncul di Asia Tengah (Bukhara dan Balkh) pada pertengahan abad ke 5 Hijriyah dan merambat ke Timur Tengah, dengan tujuan menghindari terjadinya riba dalam pinjam meminjam.

Pada masa itu banyak diantara orang kaya tidak mau meminjamkan wangnya tanpa ada imbalan yang mereka terima. Sementara banyak juga para peminjam wang tidak mampu melunasi wangnya akibat imbalan yang mesti mereka bayarkan bersamaan dengan sejumlah wang yang mereka pinjam. Merujuk para *fuqahā'* imbalan yang diberikan atas dasar pinjam meminjam wang ini termasuk riba.²⁷⁶

Merujuk para ulama fekah, *bay' al-wafa'* dapat didefinisikan seperti:” jual beli yang dilangsungkan dua pihak yang diikuti dengan syarat bahawa barangan yang dijual itu dapat dibeli kembali oleh penjual, apabila tenggang waktu yang telah ditentukan telah tiba.

Akad *bay' al-wafa'* adalah akad jual beli, maka pembeli dapat dengan bebas memanfaatkan barangan yang dibeli tersebut. Hanya sahaja pembeli tidak yang mana menjual barangan tersebut kepada orang lain selain kepada penjual. Merujuk ulama jual beli ini dibolehkan, kerana tujuannya bagi menghindari riba.²⁷⁷

Definisi lain, *bay' wafa'* adalah jual beli yang meletakkan syarat bahawa apabila penjual membayar semula harga barangan yang dijual maka pembeli akan mengembalikan semula barangan yang dijual kepada penjual.²⁷⁸

²⁷⁵ *Kamus Arab-Indonesia al-Azhar* (2010), Penyusun S.Askar, (Jakarta: Penerbit Senayan Publishing, 2010), 1071.

²⁷⁶ Nasrun Haroen, *Fiqh Muamalah*, (Jakarta: Penerbit Gaya Media Pratama, 2007), 152.

²⁷⁷ *Ibid.*

²⁷⁸ www.islam.gov.my/muamalat/glosarry/b

Merujuk Ibnul ‘Abidin, adalah sesuatu akad di mana seorang yang memerlukan wang menjual barangan kepada seseorang yang mempunyai wang tunai. Barangan yang dijual tersebut tidak dapat dipindah-pindah dengan kesepakatan, jika ia dapat mengembalikan harga barangan tersebut maka ia dapat meminta kembali barangan itu.²⁷⁹

Mustafa Ahmad Zarqa mendefinisikan, bay‘ wafa’ ialah dua jual beli yang dilakukan oleh dua pihak yang diikuti dengan syarat bahawa barangan yang dijual itu dapat dibeli kembali oleh penjual, apabila tenggang waktu yang ditentukan telah tiba. Tenggang waktu pembelian kembali dapat terjadi satu tahun atau dua tahun.²⁸⁰

Sayyid Sabiq mendefinisikan *bay‘ al-wafa’* merupakan jual beli pelunasan yakni seseorang yang memerlukan wang tunai menjual barangan, manakala jika bayaran tersebut berjaya dikembalikan dan dibayar semula kepada pemilik asal, maka barangan yang dijualnya hendaklah dikembalikan semula kepada pemilik asal. Hukum jual beli seumpama ini sama seperti gadai merujuk pendapat yang paling kuat.²⁸¹

Bay‘al-wafa’ ini amat popular dikalangan mayoritas mazhab Hanafi. Pada hakikatnya akad ini merupakan perpaduan antara akad jual beli (*bay*) dengan akad gadai (*rahn*).²⁸²

Mazhab Hanafi membolehkan hukum jual beli *al-wafa’* dan beberapa kerajaan telah mengiktiraf dan memasukkannya dalam perundang-undangan perdata, seperti Turki Usmani dan Lebanon, manakala para ulama Shafi‘īyyah, Malikiyah dan Hanabilah tidak setuju dengan keyang manaan bay‘wafa’. Merujuk Musthafa Ahmad az-Zarqa bahawa barangan yang diperdagangkan dalam *bay‘ al-wafa*, adalah barangan tidak bergerak, seperti tanah perkebunan, rumah, tanah perumahan, dan sawah.²⁸³ Nama lain dari *bay‘ al-wafa’* adalah *bay‘ita’ah* (Syiria), *bay‘al-Amānah* (Mesir). Ulama Shafi‘īyyah

²⁷⁹ Ibnul ‘Abidin, Raddul Muchtar, vol. iv /h.257 dalam suheri .<http://suherilbs.wordpress.com/fiqih>, 15.

²⁸⁰ Nasrun Haroen, *op.cit*, 154.

²⁸¹ As-Sayyid Sabiq, *Fiqh Sunnah*, Jilid 6, Peterjemah Nor Hasanuddin & Aisyah Saipudin, (Kuala Lumpur: Al-Hidayah Publications, 2009), 155.

²⁸² Ahmad Ifham Sholihin (2010), Buku Pintar Ekonomi Sharīah, 151.

²⁸³ *Ibid.*, 152.

menyebutnya *bay' 'uhdah* dan *bay' ma'ad*, ulama. Hanabilah menyebutnya *bay' al-Amānah* dan ulama hanafiyah di kenal istilah *bay' jaiiz* ²⁸⁴. Mekanisme akad *bay' al-wafa'* terdiri atas tiga tahapan, iaitu: ²⁸⁵

Pertama, manakala dilakukan transaksi, akad ini merupakan jual beli, kerana di dalam akad dijelaskan bahawa transaksi itu adalah jual beli, melalui ucapan penjual “saya menjual sawah saya kepada engkau seharga RM 1000 selama dua tahun”.

Kedua, setelah transaksi dilaksanakan dan harta beralih ke tangan pembeli, transaksi ini berbentuk *ijārah* (pinjam meminjam/sewa menyewa), kerana barangan yang dijual itu mesti dikembalikan kepada penjual, sekalipun pemegang harta itu berhak memanfaatkan dan menikmati dapatan barangan itu selama waktu yang disepakati.

Ketiga, di akhir akad, manakala waktu yang disepakati berakhir, *bay' al-wafa'* ini sama dengan *ar-rahn*, kerana dengan tempoh matang yang telah disepakati kedua pihak, penjual mesti mengembalikan barangan yang dibeli itu kepada penjual secara utuh.

Ulama Hanafiyah menganggap *bay' al-wafa'* adalah sah dan tidak termasuk ke dalam larangan Rasulullah SAW yang melarang jual beli yang diikuti syarat, kerana, sekalipun disyaratkan bahawa harta itu mesti dikembalikan kepada pemilik semula, manakala pengembalian itu pun mesti melalui akad jual beli. ²⁸⁶

2.12.3 *Bay' Istighlāl*

Bay' istighlāl sebenarnya hampir sama dengan jual beli *al-wafa'*, manakala pada jual beli *istighlāl* benda yang dijual tersebut disewa kembali oleh penjual. *Bay' istighlāl* ini telah dicantumkan pada kitab *Bay' istighlāl* ialah jual *beli wafa'* dengan syarat bahawa si penjual menyewa kembali barangan yang dijualnya dari pembeli.

²⁸⁴Ibnul 'Abidin.Raddul Muchtar, Vol. IV, p. 257 dalam Suheri, *Sharāh Knowledge*, (2011), [http:// suherilbs.wordpress.com/fiqih](http://suherilbs.wordpress.com/fiqih), p.20, diekses pada 12 Juli 2012.

²⁸⁵Nasrun Haroen, *Fiqh Muamalah*. (Jakarta: Penerbit Gaya Media Pratama, 2007), 154.

²⁸⁶*Ibid.*,152.

Bay' istighlāl ini telah dicantumkan pada kitab Undang Undang Perdata Turki (*Majallah al-Ahkām al-'Adliyah*, pasal 119).

Bay' Istighlāl didefinisikan seperti berikut:

و هو أن تباع العين بيع الوفاء علي أن تستأجر البائع المبيع أي أن المشتري ينتفع من المبيع باجارتة
للبيع نفسه

Iaitu barangan dijual secara *bay' wafa*, selanjutnya penjual menyewa kembali barangan tersebut. Ertinya, pembeli mengambil manfaat dari barangan tersebut dengan menyewakannya kepada penjual sendiri (Kitab Fiqh Riba, Abdul Azhim Jalaluddin Abu Zaid, Beirut Muassah ar-Risalah, 2004, hlm 540). "This transaction of sale and leaseback is similar to *Bay' al-wafa'* contract or *bay' al-istighlāl* which can be considered as a form of *Bay' al-wafa'* contract, allowed by some *fuqahā'*, but not by *Majma' al-Fiqh al-Islami* in Jeddah in 1412AH (1992).²⁸⁷

Definisi *bay' Istighlāl* adalah barangan yang dijual secara *wafa'*, selanjutnya penjual menyewa kembali barangan tersebut. Ertinya, pembeli mengambil manfaat dari barangan tersebut dengan menyewakan kepada penjual sendiri.²⁸⁸ Definisi *bay' istighlāl* adalah barangan yang dijual secara *wafa'*, selanjutnya penjual menyewa kembali barangan tersebut. Ertinya, pembeli mengambil manfaat dari barangan tersebut dengan menyewakan kepada penjual sendiri.²⁸⁹

Berasaskan konsep akad *bay' istighlāl*, penerbitan sukuk *ijārah* yang dikembangkan semasa tidak lain adalah *bay' istighlāl*, yaitu akad *bay' wafa'* yang disertai akad *ijārah* di dalamnya.

Penerbitan sukuk *ijārah* Kerajaan atau Surat Berharga Kerajaan Sharī'ah (SBSN) menggunakan akad *bay' istighlāl* yakni akad *bay' wafa*, yang disertai akad *ijārah* di dalamnya.

²⁸⁷ Ibnul 'Abidin, Raddul Muchtar, vol. iv /h.257 dalam suheri. <http://suherilbs.wordpress.com/fiqih.h.2>, diekses pada 12 Juli 2012

²⁸⁸ Abdul Azhim Jalaluddin .A.Z , *Fiqh Riba* (Bayrut: Muassasah al-Risalah,2004), 540.

²⁸⁹ Tanya Jawab Surat Berharga Syariah Kerajaan (Sukuk Kerajaan): Instrumen Kewangan Berbasis Syariah, Jakarta, Juni 2010, p. 22 www.dmo.or.id, diekses pada 5 Agustus 2011

Penerbitan Surat Berharga Sharī'ah Kerajaan (SBSN) yang dikenali dengan SBSN *ijārah Sale and Lease Back*.

Manakala mekanisme perbitan sukuk *Ijārah* Kerajaan seperti berikut:

- a. Pemerintah menjual aset kepada pelabur dengan janji akan dibeli kembali 10 tahun mendatang.
- b. Dana pelabur masuk ke pemerintah
- c. Pemerintah seperti “*issuer*” (penerbit sukuk) menyerahkan sukuk kepada pelabur.
- d. Sekarang aset menjadi milik pelabur secara syirkah. Dalam 10 tahun, pemerintah menyewa (*ijārah*) aset tersebut kepada pelabur yang dibayar setiap 3 bulan sekali.
- e. Setelah 10 tahun, pemerintah membeli kembali aset tersebut

Para ahli ekonomi semasa menyebut produk ini dengan sukuk *ijārah*, tetapi merujuk konsep fekah muamalah namanya *bay' istighlāl*.

2.13. Keuntungan dan Risiko Akad *Muḍārabah*

- **Keuntungan Akad *Muḍārabah***

Keuntungan yang diperolehi pelabur dari akad *muḍārabah* berupa berkongsi keuntungan dan ujroh. Didalam Al Qur'an ayat yang membahas tentang keuntungan terdapat pada Sūrah al-Baqarah ayat 16,

أُولَٰئِكَ الَّذِينَ اشْتَرُوا الضَّلَالَةَ بِالْهَدَىٰ فَمَا رَبِحَت تِّجَارَتُهُمْ وَمَا كَانُوا مُهْتَدِينَ ﴿١٦﴾

(Sūrah al-Baqarah ayat 16)

Terjemahan: Mereka itulah orang-orang yang membeli kesesatan dengan petunjuk; akan tidaklah beruntung perniagaan mereka dan tidak pula mereka beroleh mendapat petunjuk hidayah.

Keuntungan di dalam transaksi *muḍārabah* yang terdapat dalam *ḥadīth*: Ibn Sa'id dan Muhammad Ibn Harun al-Hadrami memberitahu kepada kami katanya,

Bundar telah memberitahu kepada kami, “Abd al Rahman Ibn Mahdi memberitahu kepada kami, Sufyan memberitahu kepada kami dari Abi Husayn dari seorang shaykh yang menghuni Madinah dari Hakim Ibn Hizam, bahawa Nabi s.a.w memberikan kepadanya satu dinar bagi membeli seekor binatang korban, lalu beliau membeli binatang tersebut dengan harga sedinar dan menjualnya dengan harga dua dinar. Selepas itu beliau membeli binatang korban yang lain dengan harga sedinar dan membawa pulang seekor binatang beserta keuntungan sedinar (dapatan jualan). Apabila beliau menemui Nabi s.a.w baginda menyedekahkan sedinar (dapatan keuntungan jualan) dan mendoakan keberkahatan kepada beliau (Hijam).²⁹⁰

Berasaskan *ḥadīth* tersebut, keuntungan jualan dari akad *muḍārabah* di yang manakan dengan mengambil keuntungan dari harga jual barangan, iaitu harga beli ditambah keuntungan tertentu.

- **Risiko di dalam Transaksi *Muḍārabah***

Amru Ibn Zurarah memberitahu kepada kami katanya, Isma’il menceritakan kepada kami dari Ayyub dari Muhammad katanya, “Aku hanya mengetahui bahawa Shurayh pernah membuat keputusan terhadap pengusaha tentang dua perkara sahaja”.

Pertama, dia pernah berpesan kepada pengusaha tanah agar berwaspada dengan bencana yang mungkin menyerang tanah yang diusahakannya. Kedua, dia pernah berpesan kepada pemilik tanah agar berhati-hati terhadap penghianatan orang kepercayaannya (pengusaha). Seelok-eloknya pengusaha bersumpah tidak akan melakukan penghianatan dalam kerjanya.²⁹¹

²⁹⁰ *Mawṣu’ah, Imam al- Nasai, Sunan al- Nasai, Kitāb al-Ayman wa al Nudhur*, Bab Dhikr al- Ikhtilaf al- Alfaz al- Ma’turah fi-al Muzara’ah, hal 2346, no.3967 dikutip dalam Ishak Sulaiman(2008), Wasiat, Hibah, Muḍārabah & Al-Syarikah, 95.

²⁹¹ *Ibid.*, 83.

2.14 Kesimpulan

Islam adalah agama yang sempurna dan bersifat universal, sehingga semua aktiviti kehidupan manusia telah diatur dalam *al-Qur'ān*, termasuk aktiviti bisnis yang tercakup di dalamnya bermuamalah. Berniaga merupakan salah satu cara bagi memperkembangkan harta. Agama Islam menggalakkan manusia untuk memperoleh harta yang banyak sebagai bekalan hidup di dunia dan akhirat, diantaranya dengan melakukan pelaburan dalam aktiviti bisnis.

Matlamat pelabur melakukan aktiviti bisnis bagi memperoleh keuntungan di masa hadapan. Dalam memperoleh keuntungan tersebut pelabur terdedah kepada risiko yang harus ditanggung. Keuntungan dan risiko merupakan masalah yang urgen dalam perniagaan, kerana keputusan pelaburan sangat bergantung kepada seberapa besar keuntungan yang akan diperoleh dan risiko yang semestinya ditanggung. Keuntungan dan risiko dalam pelaburan dalam perspektif Islam mesti berpedoman pada dalil yang terdapat dalam *al-Qur'ān* dan *ḥadīth* Nabi. Oleh kerananya pengamalan urus niaga kewangan Islam mesti terbebas dari unsur *ribā*, *gharar*, *maysir*. Begitu pula dalam penetapan akad dalam penerbitan sukuk dan mekanisme jual beli sukuk sudah diatur dalam Islam. Pelbagai akad yang diamalkan dalam urus niaga kewangan Islam, iaitu akad *muḍārabah*, *musyārahah*, *ijārah*, *salam*, *istiṣna'*, *murābahah*. Selain itu, penerbitan dan jualan sekuriti seperti sukuk melalui mekanisme akad jual beli, yakni akad *bay' wafa'*, *bay' istighlāl* serta *bay' muzāyadah*. Akad *bay' muzāyadah* merupakan akad yang digunakan bagi jual beli sukuk di pasaran sekunder. Dalam membeli sukuk pelabur akan memilih jenis sukuk yang memberikan keuntungan yang tinggi atau memilih sukuk yang memiliki risiko rendah, kerana dalam prinsip kewangan berlaku kaedah *high risk high return*, *low risk low return* atau serupa dengan kaedah *al-ghurm bi al-ghurm*. Pernyataan ini mengandungi makna, semakin tinggi pulangan yang dijangkakan maka semakin tinggi risiko yang harus ditanggung.

BAB 3: CIRI-CIRI, RISIKO DAN PULANGAN SUKUK

3.1 Pendahuluan

Bon merupakan sekuriti jangka panjang yang mempunyai tempoh lebih dari satu tahun, sebagian besar memiliki tempoh dan sukuk lebih dari lima tahun. Secara definisi antara bon konvensional dengan bon Islam mempunyai kesamaan, manakala dari sisi pulangnya bon konvensional memperoleh pulangan berupa faedah (*kupon*) sedangkan bon Islam berupa berkongsi keuntungan, *margin*, atau *fee* sesuai akadnya.

Di sisi lain, bon konvensional merupakan surat tanda hutang syarikat kepada pemegang bon (*bondholder*) dan syarikat mesti membayar faedah secara periodik serta sejumlah nominal manakala tempoh matang.

Sukuk merupakan pengganti bon Islam, kerana lebih sesuai dengan konsep syariah, kerana sukuk merupakan Sijil perakuan pemilikan syarikat.

3.2. Ciri-Ciri Sukuk

Keunggulan sukuk terletak pada strukturnya yang berasaskan aset berwujud, yang bererti bahawa nilai dari sukuk akan selalu berkait dengan nilai aset pendasar (*underlying aset*). Dengan konsep seperti ini, dijangkakan pembiayaan melalui sukuk dilakukan berasaskan nilai aset yang menjadi aset pendasar (*underlying assets*) penerbitan, sehingga akan memperkecil risiko terjadinya instrumen pembiayaan yang melebihi nilai aset.²⁹²

Ciri khas sukuk adalah pemegang sukuk berhak atas bahagian pulangan yang diterima dari aset sukuk di samping hak dari penjualan aset sukuk, dan pada Sijil tersebut menggambarkan sesuatu kewajipan kepada pemegangnya, maka sukuk tersebut

²⁹²Tim Studi Minat Syarikat Penerbit Sukuk di Pasaran Modal, Departemen Kewangan RI dan Badan Pengawas Pasaran Modal dan Institusi Kewangan (BAPEPAM-LK, 2009)

tidak dapat diperniagakan pada pasaran sekunder, sehingga akan menjadi instrumen jangka panjang yang dimiliki hingga tempoh matang atau dijual pada nilai nominal.²⁹³

Dalam menerbitkan Sukuk terdapat tiga hal urgen yang mesti ditetapkan terlebih dahulu, iaitu nilai muka (*face value* atau *par value*), kadar kupon atau *nominal yield* serta tarikh matang sukuk (*maturity date*).

Nilai muka (*face value* atau *par value*), kadar kupon atau *nominal yield* serta tarikh matang sukuk (*kematangan date*) merupakan klasifikasi dari sebuah sukuk yang diterbitkan.

Sukuk merupakan bukti pemilikan sesuatu aset berwujud atau hak manfaat (*beneficial title*), yang memberikan pulangan kepada pelabur berupa pulangan dalam bentuk *kupon*, *margin*, dan nisbah berkongsi keuntungan, mengikuti akad yang digunakan. Urus niaga sukuk mesti terbebas dari *rib*, *gharar* dan *maysir*.²⁹⁴

Penerbitan sukuk dilaksanakan melalui *special purposive vehicle* (SPV) dan memerlukan aset pendasar (*underlying aset*) serta penggunaan *proceeds* mesti bersesuaian dan ianya memenuhi prinsip syariah.

3.3 Asal Usul Sukuk dan Definisi Sukuk

Kata Sukuk merupakan bentuk jamak dari kata *Ṣakk* (صك) dalam bahasa Arab yang memiliki erti serupa dengan dokumen atau sijil. Penggunaan kata tersebut dapat dirujuk pada literatur Islam klasik, terutama pada aktiviti perdagangan Internasional di wilayah Muslim pada abad pertengahan bersamaan dengan kata *hawalah* (transfer/pengiriman wang) dan *muḍārabah*.²⁹⁵

Sejumlah penulis sejarah perdagangan Islam dari Barat menyimpulkan bahawa kata ” *Ṣakk*” merupakan kata dari suara latin” *Cheque*” atau ”*Check*” yang biasa

²⁹³Peraturan Bapepam dan LK di <http://www.bapepam.go.id>

²⁹⁴Tanya Jawab Surat Berharga Syariah Kerajaan (Sukuk Kerajaan): Instrumen Kewangan Berbasis Syariah, (Juni 2010), Jakarta: www.dmo.or.id

²⁹⁵Muhammad Ayub, “Securitization, Sukuk and Fund Management Potential to be Realized by Islamic Financial Institutions”, 6 th International Conference on Islamic Economic Banking and Finance, (Jakarta: 21-24 Nopember, 2005)

dikenali dalam perbankan moden yang digunakan seperti alat tukar yang sah selain wang. Jadi sukuk merupakan bukti (*claim*) pemilikan baik penuh mahupun proporsional dalam sebuah atau sekumpulan aset.²⁹⁶

Manakala istilah Sukuk sudah lama dikenali iaitu pada masa kekhalifahan Umayyah pada abad pertama hijrah di bawah Khalifah al-Marwan ibn al-Hikam, seperti yang tercantum dalam al-Muwatha' yang ditulis Imam Malik "Yahya meriwayatkan pada aku dari Malik, bahawa ia telah mendengar tanda resit diberikan kepada penduduk pada masa Marwan ibn al-Hakam bagi barangan-barangan yang berada pasaran di al-Jar. Penduduk membeli dan menjual resit tersebut diantara mereka sebelum penerimaan barangan tersebut. Zayd ibn Tsabit bersama sahabat Rasulullah, SAW, pergi menghadap kepada Marwan ibn al-Hakam dan berkata," Marwan ! Apakah engkau menghalalkan Riba?" Ia menjawab, " Aku berlindung dengan Allah! Apakah itu " Ia berkata, "Resit-resit ini yang dipergunakan penduduk bagi berjual-beli sebelum penerimaan barangan. Marwan kemudian menghantar pegawai keselamatan bagi mengikut mereka dan mengambilnya dari tangan penduduk kemudian memulangkan kepada pemilik asal".²⁹⁷

Riwayat ini menunjukkan keharaman surat jaminan kerana dua hal: (1) apa yang dilakukan oleh masyarakat dalam riwayat tersebut sesungguhnya adalah jual beli hutang dan, (2) hal-hal yang berkaitan dengan *ribā al-Nasīh* terutamanya pada penggunaan *dayn* dalam pertukaran (*sharf*) barangan yang sejenis. Riwayat ini seperti menutup pintu keberadaan Sukuk, akan tetapi catatan urgen dalam muamalah adalah " semua aktiviti mu'amalah adalah halal hingga ada dalil yang menjelaskan keharamannya". Sehingga, sukuk dalam mekanisme dan persyaratan tertentu akan menghindarkan diri dari kedua unsur yang disebutkan dalam riwayat di atas adalah yang mana dan halal. Abu Hanifa dan muridnya Abu Yusuf memberikan pandangan bahawa penjualan sesuatu/properti

²⁹⁶Nathif Jama Adam, " A Panacea for Convergence and Capital Market Development in The OIC Countries", 6 th International Conference on Islamic Economic Banking and Finance, (Jakarta: 21-24 Nopember 2005)

²⁹⁷Imam Malik, *Al-Muwatta'*, buku 31, No. 31.19.44 dalam buku Islamic Financial System, ISRA, Kuala Lumpur, Malaysia, 215.

yang belum diterima oleh si penjual manakala pemilikan keberadaannya adalah dibolehkan. Berasaskan penjelasan ini, maka dijadikan pondasi instrumen bernama Sukuk di abad moden ini bermula.²⁹⁸

Sukuk bermakna sijil dengan nilai yang identik dengan nilai projek atau pelaburan yang akan diselesaikan oleh penerbit sukuk, sehingga sukuk dengan makna ini dapat disamakan dengan bon Islam. Bon Islam dalam bahasa Inggrs dikenali disebut *Islamic Bond* dan di beberapa negara lain seperti Timur Tengah dikenali dengan istilah Sukuk.

Di Indonesia, istilah sukuk mulai popular setelah diterbitkan Peraturan Badan Pengawas Pasaran Modal dan Institusi Kewangan (BAPEPAM) No. IX.13.A mengenai Penerbitan Efek Syariah dan ditetapkannya UU.No.19/2008 tentang Surat Berharga Syariah Kerajaan. Sebelum tahun 2007, penerbitan sukuk di Indonesia dikenali dengan istilah bon syariah, yang penerbitan hanya menggunakan dua jenis akad, iaitu akad Ijārah dan akad Muḍārabah. Penerbitan sukuk menggunakan akad ijārah dikenali dengan nama Bon Syariah Ijārah, dan yang menggunakan akad muḍārabah disebut Bon Syariah Muḍārabah.

3.4 Perbandingan Sukuk dengan Bon Konvensional

Surat berharga kewangan dikenali dengan istilah sekuriti atau efek, makanya tempat perdagangan surat berharga (efek) disebut Bursa Efek. Surat berharga yang diperdagangkan di pasaran modal, yaitu: bon (*bond*), saham, sekuritisasi aset atau Efek Beragun Aset (EBA) serta sekuriti derivatif. Semasa selain saham dan bon konvensional juga dijual saham Islam dan bon Islam atau sukuk.

Bon Islam dan bon konvensional keduanya merupakan sijil tempoh panjang yang ditawarkan syarikat kepada pelabur. Manakala, diantara keduanya mempunyai

²⁹⁸ Abu Fahmi, (2010), “Pengenalan Sukuk”, (2010), sang gelombang.wordpress.com

perbezaan yang pemilikan. Selain bon yang diperdagangkan di pasaran modal, masih terdapat beberapa sijil lainnya, seperti saham, sekuriti derivatif juga sekuriti Efek Beragun Aset (EBA) atau *Aset Backed Securities* (ABS) yang diterima dari proses sekuritisasi aset. Secara menyeluruh sukuk juga dapat berbanding dengan surat berharga konvensional lainnya. Perbezaan utama bon konvensional dan bon Islam (sukuk), seperti yang tercantum pada Jadual 3.1, berikut ini:

Jadual 3.1 : Perbandingan Bon Konvensional dengan Sukuk

Deskripsi	Bon Konvensional	Sukuk
Penerbit	Kerajaan dan Korporat	Kerajaan dan Korporat
Sifat Instrumen	Pengakuan Hutang	Sijil pemilikan / peneyertaan atas sesuatu aset / pelabur
Pengdapatanan bagi pelabur	Faedah (kupon), <i>Capital Gain</i>	Imbalan/Berkongsi keuntungan/margin/fee
Tempoh matang	Menengah-Panjang	Pendek-Menengah
Underlying Assets	Perlu	Tidak Perlu
Price	<i>Market Price</i>	<i>Market Price</i>
Tipe Pelabur	Konvensional	Syariah dan Konvensional
Dokumen yang diperlukan	Dokumen Pasaran Modal	Dokumen Pasaran Modal dan Dokumen Syariah
Pihak yang berkait	Obligor (Issuer), pelabur	Obligor, SPV, Pelabur, Trustee
Penggunaan dana	Bebas	Mesti sesuai dengan Syariah
Pengesahan DSN	Tidak Perlu	Perlu

Sumber: Agus P. Laksono (2007)

Bagi melihat perbezaan sukuk dengan surat berharga konvensional lainnya, seperti yang tercantum pada Jadual 3.2 :

Jadual 3.2: Perbandingan Sukuk dengan Sekuriti Konvensional

Sekuriti	Surat Berharga Konvensional	Sukuk
Bon (<i>Bond</i>)	Surat bon murni mewakili hutang pada penerbit	Sukuk mewakili pihak yang mempunyai aset yang berwujud atau pemilikan, aktiviti ekonomi dan perkhidmatan.
Saham	Saham mewakili pihak yang mempunyai keseluruhan syarikat	Sukuk diterbitkan oleh syarikat akan mewakili sepenuhnya pemilikan syarikat pada aset, projek, perkhidmatan, dan aktiviti tertentu yang berhubungan kait dengan syarikat.
Derivatif	Surat berharga derivatif mewakili turunan berganda dari kontrak yang berbeza yang dibuat berasaskan kontrak dasar utama	Sukuk hanya berhubungan kait dengan satu kontrak dan memelihara kesinambungan aset sepanjang waktu.
Sekuritisasi (EBA)	Sekuritisasi (EBA) secara awam berhubungan dengan pengubahan pinjaman dan pelbagai jenis tagihan menjadi sukuriti yang dapat di pasarankan melalui penggabungan pinjaman menjadi satu kesatuan kemudian menjual pemilikannya.	Sukuk adalah sijil bernilai sama yang mewakili bahagian pemilikan yang sepenuhnya dari aset yang berwujud, manfaat aset dan khidmat, pemilikan aset atas sesuatu projek, atau pemilikan dalam aktiviti pelabur khusus (Garis panduan AAOIFI)

Sumber: Nathif.J.Adam (2005)

3.5. Jenis Sukuk

Definisi sukuk mengikut acuan Garis panduan Syariah The Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institution (AAOIFI) No.17, Sukuk didefinisikan seperti Sijil (sijil) bernilai sama yang merupakan bukti atas bahagian pemilikan yang tidak terbahagi terhadap sesuatu aset, hak manfaat, dan perkhidmatan-perkhidmatan, atau atas pemilikan sesuatu projek atau aktiviti pelaburan tertentu.²⁹⁹

AAOIFI mengiktiraf empat belas jenis sukuk, manakala yang banyak diterbitkan oleh beberapa kerajaan adalah sukuk yang menggunakan akad Muḍārabah, Ijārah, Salam, Istiṣna‘, Musyārakah dan Murābahah.

Berasaskan keputusan Ketua Badan Pengawas Pasaran Modal dan Institusi Kewangan (Bapepam-LK) Nomor.KEP-181/BL/2009. Sukuk didefinisikan seperti Efek Syariah berupa sijil atau bukti pemilikan yang bernilai sama dan mewakili bahagian penyertaan yang tidak terpisahkan atau tidak terbahagi atas:

- Pemilikan aset berwujud tertentu
- Nilai manfaat dan perkhidmatan atas aset projek tertentu atau aktiviti pelaburan tertentu;atau
- Pemilikan atas aset projek tertentu atau aktiviti pelaburan tertentu.

Merujuk Fatwa Dewan Syariah Nasional-Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) No.32/DSN-MUI/IX/2002, Sukuk didefinisikan seperti sijil tempoh panjang berasaskan prinsip Syariah yang diterbitkan Syarikat kepada pemegang sukuk yang mewajibkan Syarikat bagi membayar pulangan kepada pemegang sukuk berupa berkongsi keuntungan/margin/fee serta membayar kembali dana sukuk pada tempoh matang.³⁰⁰

Definisi sukuk Ijārah, Muḍārabah, Istiṣna‘, Salam, Musyārakah seperti berikut:³⁰¹

²⁹⁹The Accounting and Auditing Organization of Islamic Financial Institutions (AAOIFI), Shariah Standard No. 17, Bahrain: AAOIFI May 2003

³⁰⁰Fatwa DSN-MUI Nomor 32/DSN-MUI/IX/2002 Tentang Bon Syari'ah

³⁰¹Tanya Jawab Surat Berharga Syariah Kerajaan (Sukuk Kerajaan): Instrumen Kewangan Berbasis Syariah, (Juni, 2010), Jakarta: www.dmo.or.id

Sukuk Ijārah adalah sukuk yang diterbitkan menggunakan akad Ijārah iaitu mengambil manfaat dari objek yang ditransaksikan melalui penguasaan sementara atau penyewaan objek yang memberikan manfaat tertentu dengan membayar imbalan kepada pemilik objek.

Sukuk Murābahah adalah penerbitan sukuk dengan menggunakan akad Murābahah, yaitu akad jual beli barangan di mana pembeli dapat membayar harga barangan yang disepakati pada tempoh tertentu yang telah disepakati yang mana penjual yang mana menambah margin pada harga pokok barangan yang dijual tersebut.

Sukuk Istiṣna‘ adalah sukuk yang diterbitkan menggunakan akad Istiṣna‘, iaitu akad jual beli dalam bentuk pemesanan pembuatan barangan tertentu dengan kriteria dan persyaratan tertentu yang telah disepakati kedua belah pihak dan pembayaran dimasa yang akan datang secara tunai atau kredit.

Sukuk Salam adalah sukuk yang diterbitkan menggunakan akad salam. Akad salam berkaitan dengan penjualan barangan special, di mana jumlah, kualiti dan harga ditetapkan saat kontrak dan dibayar tunai tetapi barangan diterima dikemudian hari pada waktu yang disepakati bersama.

Sukuk Musyārakah adalah sukuk yang diterbitkan dengan menggunakan akad Musyārakah dan hampir sama dengan sukuk Muḍārabah. Perbezaanya pada Sukuk Musyārakah kedua pihak sama-sama menyertor modal bagi menjana projek sedangkan pada sukuk muḍārabah hanya pihak pelabur sahaja yang menyertor keseluruhan modal yang diperlukan bagi menjana projek.³⁰²

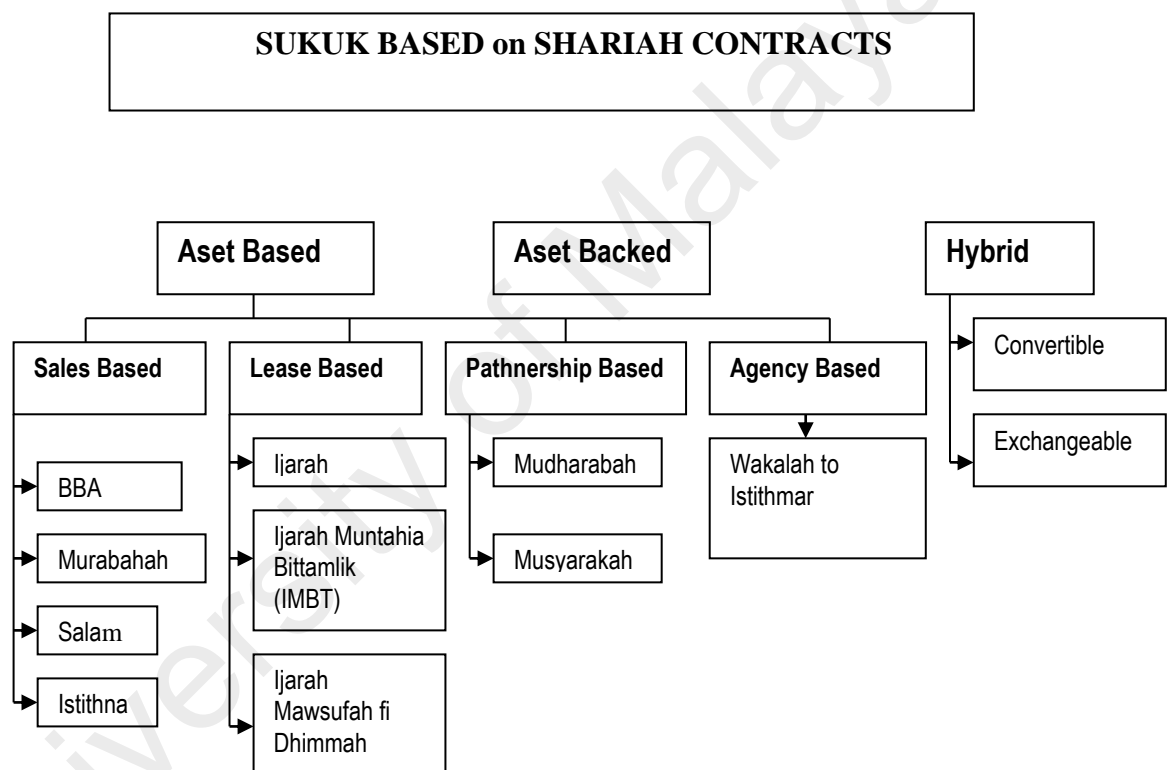
Jenis sukuk yang diterbitkan di Indonesia hanya dua jenis sukuk, yakni sukuk Mudarabah (Bon Syariah Mudarabah) dan Sukuk Ijārah (Bon Syariah Ijārah). Sukuk yang diterbitkan syarikat di Indonesia menggunakan akad Ijārah dan Muḍārabah, manakala sukuk kerajaan menggunakan akad Ijārah yang dikenali dengan Surat

³⁰²Tanya Jawab Surat Berharga Syariah Kerajaan (Sukuk Kerajaan): Instrumen Kewangan Berbasis Syariah, (Juni, 2010), Jakarta: www.dmo.or.id, diakses 20 Desember 2010

Berharga Syariah Kerajaan (SBSN). Sukuk Kerajaan yang dengan nilai nominal Rp 5 juta/sijil dikenali dengan istilah Sukuk Kerajaan Retail (SUKRI).

Dalam amalannya di Pasaran Modal Islam, akad sukuk dapat diklasifikasikan menjadi tiga, iaitu: *Aset Based*, *Aset Backed* dan Hybrid Sukuk, seperti yang tercantum pada Rajah 3.1 berikut:

Rajah 3.1: Klasifikasi Sukuk



Sumber: Securities Commission Malaysia, 2009

3.6 Keunikan dan Kegunaan Sukuk

Merujuk Muhammad Ayub (2005), secara umum sukuk mempunyai ciri yang hampir sama dengan bon konvensional, yaitu: mempunyai sifat *tradable*, *rateable*, *enhanceable*, *legal flexibility*, *redeemable*.³⁰³

- Boleh diperdagangkan (*Tradable*): sukuk menggambarkan pemilikan syarikat penerbit sukuk atas aset yang pemilikan, kadar manfaat dan perkhidmatan atas projek tertentu, aktiviti bisnis, dan dapat diperdagangkan di Bursa Efek pada harga pasaran (*market price*). Merujuk Anis Baridwan, Sukuk dapat diperdagangkan di pasaran sekunder jika telah terpenuhi hal-hal seperti berikut, yakni: (1) keseluruhan dana dapatan penawaran awam, telah diterima oleh syarikat penerbit sukuk (2) dana yang diterima sudah semenjak digunakan sesuai dengan tujuan penerbitan sukuk.
- Boleh Diperingkat (*rateable*): sukuk dapat diperingkat oleh institusi Agen Pemberi Peringkat, baik Regional mahupun Internasional.
- Boleh Ditambah (*Enhanceable*): sukuk dapat diperbesar dengan menambah aset dasar (*underlying aset*) atau aktiviti bisnis seperti jaminan.
- Mempunyai flexibiliti Hukum (*legal flexibility*): sukuk dapat distruktur dan dijual secara Nasional mahupun global dengan perlakuan cukai yang berbeza.
- Dapat Ditebus (*redeemable*): struktur pada sukuk memungkinkan bagi dapat ditebus pada saat tempoh matang.

Penerbitan sukuk, mempunyai dua asas, iaitu *asset based* sukuk dan *asset backed* sukuk. Sukuk korporat yang diterbitkan biasanya *asset backed* sukuk, di mana aset riil menjadi dasar penerbitan, sumber pembayaran, dan dijamin. Adanya jaminan aset dapat memberikan kepercayaan bagi pelabur.

³⁰³Muhammad Ayub, "Securitization, Sukuk and Fund Management Potential to be Realized by Islamic Financial Institutions", 6th International Conference on Islamic Economic Banking and Finance, (Jakarta: 21-24 Nopember 2005)

Dalam penerbitan sukuk, syarikat mesti mempunyai aset riil yang menjadi dasar penerbitan (*asset based*). Bagi memberi jaminan kepada pelabur, aset tersebut dapat ditambah aset lain seperti *asset backed*. Pelabur mesti melihat aset yang menjadi dasar penerbitan itu apakah juga menjadi *asset backed* dan cukup, atau ada tambahan aset lain yang menjadi *aset backed*, sehingga membuat pelabur lebih aman.

Bagi penerbitan sukuk Negara (SBSN) berupa *asset based*, asetnya hanya menjadi dasar penerbitan dan tidak dijamin. Jika kerajaan mengalami pailit pun maka aset kerajaan tidak akan berpindah ke tangan pelabur. Meski bersifat *asset based* bukan berarti sukuk negara tidak aman bagi pelabur sebab kerajaan menjamin melalui pernyataannya bahawa pulangan dan nominal sukuk akan dicadangkan dalam Bajet Negara

Sukuk korporat yang diterbitkan biasanya *asset backed sukuk*, yang mana aset riil menjadi dasar penerbitan, sumber pembayaran, dan dijamin. Pelabur mesti melihat aset yang menjadi dasar penerbitan itu apakah juga menjadi *asset backed* dan cukup ada tambahan aset lain yang menjadi *asset backed*, sehingga membuat pelabur lebih aman.³⁰⁴

Sukuk yang dapat diperdagangkan di pasaran sekunder ada dua tipe, yakni:

- a. *Asset Backed Sukuk* yaitu sukuk yang real asetnya dijadikan jaminan (*colleteral*), disebut juga *secured sukuk*. *Asset Backed Sukuk* ada dua jenis: (1) Real asetnya dijamin (2) Tidak punya real aset, tapi ada hak tagih seperti jaminan, seperti *income stream* atau pulangan yang mengalir seperti jaminan atau jika aset dijual ada hak tagih yang dijamin.

³⁰⁴ Adiwarman Karim, "Asset Based Sukuk Vs Asset Backed Sukuk", Sharia Economic Days (Second), International Conference on Islamic Economics and Finance: Sukuk and Development Challenge in Indonesia, FE-UI, (Jakarta, 2 Februari 2010)

- b. *Asset Based Sukuk* yaitu sukuk yang real asetnya tidak dijadikan jaminan, maka sering disebut *unsecured sukuk*. Sukuk jenis ini yang banyak diperdagangkan secara Internasional.³⁰⁵

Berbanding dengan bon konvensional, sukuk mempunyai beberapa keunggulan. Merujuk Adiwarman Karim; pertama, penggunaan dana dari dapatan penerbitan sukuk sejak awal sudah dipastikan bagi mengembangkan projek tertentu. Kedua, risiko sukuk terdefinisi sejak awal oleh projek yang dibiayai. Ketiga, tuntutan kepatuhan penggunaan dana sukuk kerana sudah pasti bagi penggunaan dana projek tertentu³⁰⁶.

Pelabur perseorangan mahupun institusi membeli sukuk dengan tujuan: 1) bagi keperluan pengawalan risiko aset, iaitu dengan membentuk portfolio aset atau kecairan yang dimiliki dalam pelbagai instrumen kewangan, 2) sukuk memberikan pulangan/kupon kompetitif dengan pelbagai metod pemberian pulangan yang unik, seperti berkongsi keuntungan, margin dan ujah/*fee*, 3) akad dan urus niaga yang digunakan dalam penerbitan sukuk bersifat transparan, adil dan pasti³⁰⁷

Manakala merujuk Ascarya kelebihan sukuk, seperti berikut:

- 1) Dapat menjangkau pelabur yang lebih luas, kerana selain pelabur yang melaburkan dananya pada produk kewangan konvensional juga merupakan keharusan pelabur muslim melaburkan dananya pada instrumen kewangan syariah, bagi pelabur perorangan mahupun pelabur institusi.
- 2) Melakukan kepelbagaian aset portfolio seperti sumber dana,
- 3) Penawaran yang relatif masih rendah, dengan tingkat permintaan yang tinggi,
- 4) Pada umumnya, sukuk mempunyai harga yang rendah atau minimal sama berbanding dengan bon konvensional.

Manakala beberapa kelemahan sukuk antara lain:

³⁰⁵ Muhammad Ayub, *Securitization, Sukuk and Fund Management Potential to be Realized by Islamic Financial Institutions*, 6 th International Conference on Islamic Economic Banking and Finance, (Jakarta, 21-24 Nopember 2005)

³⁰⁶ *Ibid.*

³⁰⁷ Tanya Jawab Surat Berharga Syariah Kerajaan (Sukuk Kerajaan): Instrumen Kewangan Berbasis Syariah, (Juni 2010), Jakarta: www.dmo.or.id

- 1) Struktur yang lebih rumit kerana mensyaratkan adanya aset pendasar (*underlying aset*),
- 2) Tarif cukai dan ketidakpastian hukum,
- 3) Tidak mempunyai *benchmark* yang sesuai.³⁰⁸

3.7 Penggunaan Awam Dana Sukuk

Dari aspek penerbit, sukuk dibezakan menjadi dua jenis, yakni sukuk kerajaan yang diterbitkan oleh kerajaan dan sukuk korporat yang diterbitkan oleh korporat. Dari aspek tempat penerbitan sukuk terdapat dua jenis sukuk, iaitu Sukuk Global Kerajaan dan Sukuk Global Korporat.

Tujuan utama penerbitan sukuk adalah bagi menjana sumber pembiayaan baru bagi syarikat atau bagi kerajaan. Semasa perkembangan sukuk kerajaan amat membrangsangkan, diawali penerbitan sukuk di Malaysia, Bahrain, Pakistan, Singapura, Uni Arab Emirat, Inggris serta Jerman dan lainnya.

Sukuk seperti sumber pembiayaan kerajaan, dapat dilihat dari jajaran kerajaan-kerajaan penerbit sukuk terbesar antar bangsa, yakni Malaysia, Uni Arab Emirates (UAE), Bahrain dan Arab Saudi. Manakala pada tahun 2009, Indonesia berdayatan menempatkan seperti empat besar kerajaan penerbit sukuk dengan volume terbesar antar bangsa dalam 7 bulan pertama 2009, yakni 16,05 % dari jumlahsukuk dunia (S&P,2009).

Perkembangan sukuk global selama tiga tahun terakhir, USD 46,65 milion pada tahun 2007 dan pada tahun 2008 mengalami pasang surut menjadi USD 15,77 milion akibat krisis kewangan global yang disebabkan oleh *subprime mortatgage* di Amerika

³⁰⁸ Ascarya dan Diana Yumanita (2007), *Comparing The Development Islamic Financial Bond Market in Malaysia and Indonesia*, (Saudi Arabia: IRTI Publications,2008), 341.

Serikat (AS). Manakala pada tahun 2009 mengalami kenaikan kembali menjadi USD 20,34 million.³⁰⁹

Bagi Indonesia penerbitan Sukuk Kerajaan (SBSN), merupakan sumber pembiayaan baru selain menerbitkan bon Kerajaan atau Surat Hutang Kerajaan (SUN). Merujuk Restianti, tujuan dan manfaat penerbitan Sukuk Kerajaan: 1) bagi menjana Bajet Negara, yang sebelumnya dibiayai dengan cukai dan pinjaman asing, 2) bagi masuk ke pasaran kewangan syariah, 3) bagi *benchmark* dari sukuk korporat (*corporate sukuk*), 3) bagi merangsang kewangan syariah di Indonesia, 4) bagi merangsang alternatif instrumen kewangan syariah, 5) optimasi dari pemanfaatan aset kerajaan, 6) pembiayaan projek infrastruktur.³¹⁰ Oleh kerananya penerbitan Sukuk Kerajaan atau yang dikenali dengan nama Surat Berharga Syariah Kerajaan (SBSN) mempunyai peranan yang strategis bagi kerajaan dan amat dialu-alukan para pelaku pasaran kewangan syariah kerana beberapa alasan:³¹¹

Pertama, seperti kepelbagaian aset sumber pembiayaan Bajet Negara dan mengurangi risiko hutang kerajaan.

Kedua, merupakan sumber pembiayaan bagi kerajaan bagi membangun infrastruktur sebagaimana yang telah dilakukan oleh Malaysia

Ketiga, merupakan *benchmark* bagi instrumen kewangan syariah baik pasaran modal domestik mahupun internasional.

Keempat, seperti alternatif pelabur bagi pelabur dan instistusi seperti perbankan, insuran, dana pensiun yang kelebihan likuiditinya yang selama ini dilaburkan ke Sijil Bank Indonesia (SBI) dan Sijil Bank Indonesia Syariah (SBIS).

Kelima, memperkukuh dan meningkatkan peranan sistem kewangan berasaskan syariah di dalam negeri melalui pengembangan alternatif instrumen pelabur.

³⁰⁹S&P's, The Sukuk Market Has Continued to Progress in 2009 Despite Some Roadbloks.Comentary Report of Standarad and Poors(S&P's, 2 September 2009)

³¹⁰Restianti, "Government Sukuk Development: Policy, Challenges and Opportunities", dihinggakan pada Seminar Sharia Economic Days (Second), FE-UI, (Jakarta, 2 Februari,2010)

³¹¹Agus.P.Laksono, *Sukuk Alternatif Instrument Pelabur dan Pembiayaan*, Seminar Sharia Economic Days (Second), FE-Universitas Indonesia,(Jakarta, 14 Februari2007)

Keenam, menggalakkan pertumbuhan dan pengembangan kewangan syariah di Indonesia.

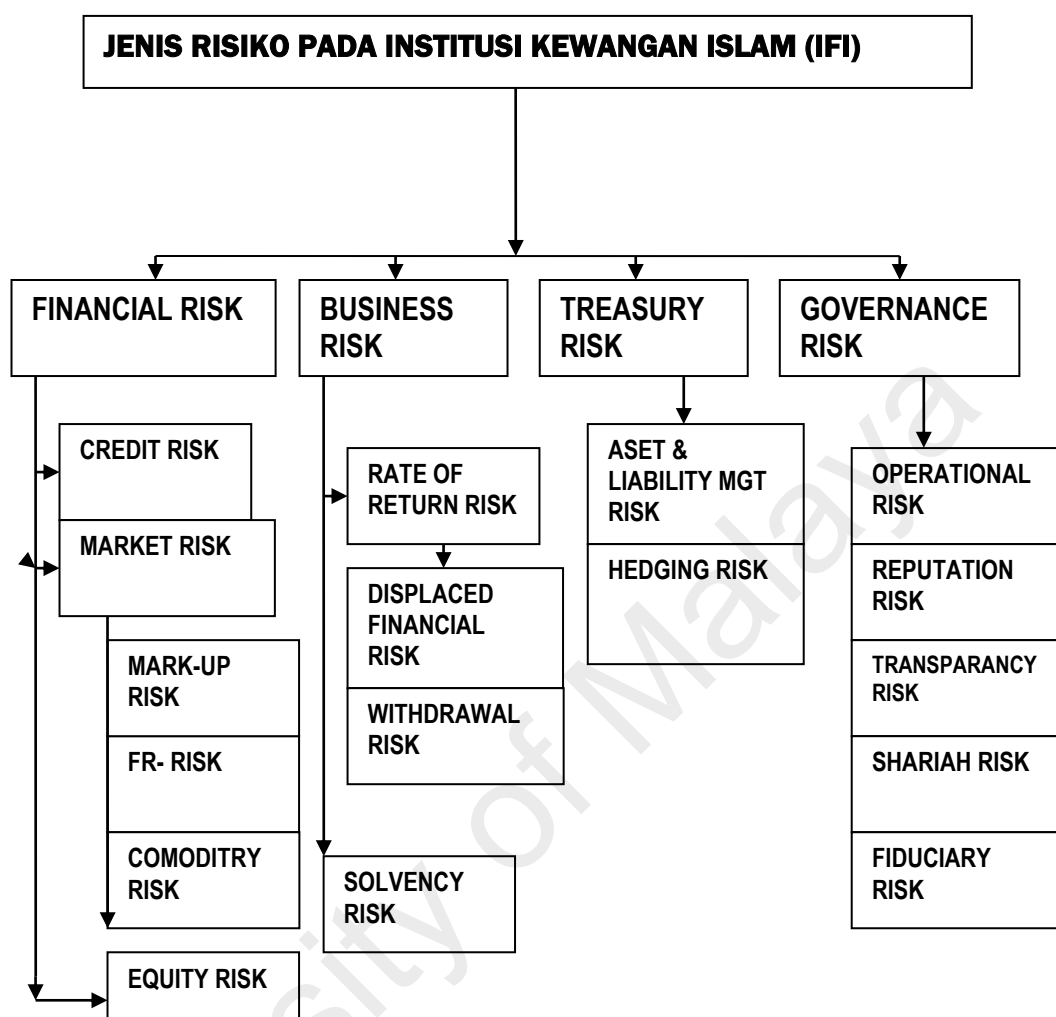
3.8 Jenis Risiko Sukuk

Sebelum menjelaskan risiko sukuk, terlebih dahulu mesti dijelaskan risiko-risiko yang dihadapi Institusi Kewangan Islam atau *Islamic Finance Institution* (IFI), kerana sukuk merupakan bahagian dari instrumen kewangan Islam. Institusi Kewangan Islam (IFI) menghadapi empat jenis risiko, iaitu: Risiko Kewangan (*financial risk*), Risiko Bisnis (*business risk*), Risiko Treasury (*treasury risk*) dan Tata Kelola Syarikat (*governance risk*). Risiko Kewangan (*financial risk*) terbahagi tiga, iaitu risiko kredit, risiko pasaran dan risiko ekuitas. Risiko Bisnis (*business risk*) terdiri dari risiko kadar pulangan, risiko penarikan, dan risiko likuiditi. Risiko Treasury (*treasury risk*) terdiri dari risiko manajemen liabiliti aset dan risiko lindung nilai (*hedging*).

Risiko berkaitan dengan Tata Kelola Syarikat (*governance risk*) terbahagi lima jenis risiko, iaitu risiko operasional, risiko reputasi, risiko transparansi, risiko kepatuhan syariah dan risiko fiduisari. Sebahagian besar risiko juga dihadapi instrumen Sukuk, seperti risiko kredit, risiko pasaran, risiko kecairan, risiko tukaran mata wang asing juga risiko kadar faedah.

Walaupun sukuk mempunyai keunggulan berbanding bon konvensional, sukuk juga mempunyai risiko seperti risiko yang dihadapi bon konvensional, seperti risiko kadar pulangan, risiko kecairan, risiko kredit, risiko harga, risiko pertukaran asing.

Rajah 3.2: Jenis Risiko pada Institusi Kewangan Islam (IFI)



Sumber: Zamir Iqbal & Abbas Mirakhor (2006)

Menurut Chartered Financial Analyst dalam Aam & Jarkasih, risiko yang terdapat dalam instrumen sukuk, seperti berikut:³¹²

³¹² Aam S. Rusydiana dan Muhamad Jartunaiih , “Dissolving Problems in Developing Corporate’s Sukuk in Indonesia using Analytical Network Process”, Sharia Economic Days (Second), International Conference on Islamic Economics and Finance: Sukuk and Development Challenge in Indonesia, FE-UI, (Jakarta, 2 Februari 2010)

3.8.1 Risiko Kadar Pulangan (*Rate of Return Risk*)

Risiko kadar pulangan muncul pada sukuk yang mempunyai kadar pulangan tetap (*fixed return*) seperti Sukuk Ijārah. Sebab dalam hal ini, sukuk diposisikan berasaskan *fixed return* yang akan tampak sama dengan bon dengan faedah kadar tetap (*fixed rate bond*) yang mempunyai *benchmark* LIBOR. Oleh kerananya kadar pulangan Sukuk akan berbanding dengan faedah bon konvensional yang dipengaruhi oleh kadar faedah (*interest*) yang ditawarkan antar Bank di London (LIBOR). Kenaikan kadar faedah LIBOR akan meningkatkan faedah bon konvensional dan akhirnya akan menggalakkan turunnya nilai Sukuk *fixed-income*. Semua Sukuk yang berbasis *fixed-income* akan menghadapi risiko ini, seperti Sukuk Ijārah, Istisna', Salam. Berbeza dengan sukuk Muḍārabah kerana kadar pulangan sukuk ini berkait rapat pada prestasi kewangan syarikat penerbit sukuk.³¹³

3.8.2 Risiko Kredit (*Credit Risk*)

Pelabur menghadapi risiko kredit yang terdapat pada sukuk Ijārah disebabkan kemungkiran pembayaran (*default*) atas sewa aset pendasar (*underlying aset*). Terdedah kepada mangkir bayar menjadi lebih besar kerana mekanisme pengubah suaian atas hutang dengan pulangan atau kadar faedah yang lebih tinggi tidak dibolehkan. dalam hukum Islam. Risiko kredit pada sukuk mesti dinilai secara independen terutama jika pemberi pinjaman mempunyai alternatif penggantian lain manakala aset pendasar tidak dapat menutupi kerugian.³¹⁴

³¹³Mohammad Tariq, "Developing Secondary Market of International Islamic Sovereign Bond", Round-Table Discussion on International Islamic Sovereign Bond (Sukuk), (Jakarta, 23-24 September 2004)

³¹⁴Nazaruddin Abdul Wahid (2010), "Sukuk Memahami & Membedah Bon pada Perbankan Syariah", (Yogyakarta: Penerbit Ar-Ruzz Media, 2010), 287.

3.8.3 Risiko Tukaran Mata Wang Asing (*Foreign Exchange Rate Risk*)

Risiko nilai tukar mata wang asing muncul akibat dari turun naik nilai tukar yang tidak menguntungkan bagi pelabur sukuk. Sukuk menghadapi risiko nilai tukar jika pulangan sukuk atas pertadbiran aset pedasar dalam mata wang asing. Jadi pulangan yang diterima pelabur akan amat berkait rapat pada nilai tukar mata wang yang terjadi saat itu. Penerbit sukuk dapat menghitung dan memberikan jaminan atas risiko nilai tukar bagi menjaga pelabur dari pergerakan nilai tukar.³¹⁵

3.8.4 Risiko Harga (*Price/ Collateral Risk*)

Risiko tingkat harga terjadi manakala spesifikasi aset yang tercermin pada nilai penerbitan sukuk yang diajukan berbeza dengan nilai pasaran sesungguhnya dan laporan atas nilai aset pendasar (*underlying asset*). Sukuk Ijārah paling rentan menghadapi risiko ini, kerana aset yang disewakan dapat mengalami depresiasi hingga dibawah harga pasaran. Pertadbiran yang baik atas aset menjadi faktor urgen dalam menghadapi risiko ini.³¹⁶

3.8.5 Risiko Kecairan (*Liquidity Risk*)

Risiko kecairan muncul jika perkembangan sukuk di pasaran sekunder rendah, kerana pelabur tidak mudah bagi membeli dan menjual sukuk di pasaran sekunder. Terdedah kepada pelabur dalam melaburkan dananya pada sukuk, menggunakan strategi *buy and hold* yakni mereka membeli sukuk kemudian disimpan hingga tempoh matang. Hal ini terjadi pada sukuk salam, yang mana aset yang menjadi dasar kontrak merupakan komoditi pertanian, sehingga perdagangan pada sekuriti tersebut didapati unsur spekulasi.³¹⁷ *Zero coupon* Sukuk seperti sukuk Istisna' dan Muḍārabah juga tidak dapat

³¹⁵ Zamir Iqbal and Abbas Mirakhor (2006), "An Introduction to Islamic Finance- Theory and Practice", (Handbook, New Jersey: Wiley Finance Editions, John Wiley & Sons, Inc.), 292.

³¹⁶ *Ibid.*, 293.

³¹⁷ Nazaruddin Abdul Wahid (2010), "Sukuk Memahami & Membedah Bon pada Perbankan Syariah", (Yogyakarta: Penerbit Ar-Ruzz Media, 2010), 286-287.

diperdagangkan dipasaran sekunder kerana serupa dengan jual beli hutang (*bay' al-dayn*) yang dilarang oleh majoriti ulama.³¹⁸

3.8.6 Risiko Kepatuhan Syariah (*Sharia Compliance Risk*)

Perkembangan pasaran sukuk yang pesat memungkinkan adanya struktur sukuk yang tidak memenuhi aspek syariah. Kondisi ini menyebabkan penjualan sukuk akan terjejak kerana jika struktur sukuk tidak yang selaras dengan syariah maka pelabur tidak berminat bagi membeli sukuk tersebut. Garis panduan dan perhatian atas aturan-aturan syariah pada sukuk dibuat bagi tujuan menjaga pelabur muslim dari praktek-praktek yang tidak sesuai dengan prinsip syariah.³¹⁹

3.8.7 Risiko Pasaran (*Market Risk*)

Risiko harga pasaran terjadi kerana harga bergerak kearah yang tidak menguntungkan sehingga merugikan pelabur. Risiko pasaran ini muncul kerana pergerakan harga sukuk yang disebabkan perubahan pulangan sukuk, *kupon* sukuk dan kadar faedah yang berlaku dipasaran. Semakin besar perubahan harga sukuk akibat perubahan pulangan, kupon, kadar faedah maka akan semakin besar risiko yang dihadapi pelabur.³²⁰

3.8.8 Risiko Kadar Faedah (*Interest Rate Risk*)

Perubahan kadar faedah akan mempengaruhi pulangan pelabur yang membeli sukuk, kerana perubahan kadar faedah akan mempengaruhi harga sukuk. Jika kadar faedah di pasaran naik, maka harga sukuk akan turun. Jika sukuk tersebut dijual dalam kondisi kadar faedah yang tinggi, maka pelabur akan rugi. Sebaliknya, jika kadar faedah turun, harga sukuk akan naik, sehingga menguntungkan bagi pelabur. Semakin panjang tempoh matang sukuk semakin besar potensi risiko perubahan kadar faedah yang dihadapi pelabur. Bagi meminimumkan risiko kadar faedah, sukuk tersebut mesti

³¹⁸ Zamir Iqbal and Abbas Mirakhor (2006), "An Introduction to Islamic Finance- Theory and Practice", (Handbook, New Jersey: Wiley Finance Editions, John Wiley & Sons, Inc.), 302.

³¹⁹ *Ibid.* 307.

³²⁰ *Ibid.*

disimpan hingga tempoh matang.³²¹ Risiko yang ditimbulkan dari pelbagai jenis sukuk, merujuk dapatan kajian Ali Tarsalan Tariq, seperti berikut:³²²

Jadual 3.3: Risiko Kredit dan Risiko Kadar Faedah

No	Jenis Sukuk	Deskripsi Struktur	Risiko Kredit	Risiko Kadar Faedah
1	Sukuk Murābahah dan Istiṣna' (Zero Kupon Bond)	Sukuk melambangkan hutang (<i>Non-Tradable Sukuk</i>)	Mempunyai risiko yang unik (Lihat: Khan & Ahmed 2001)	Risiko Tinggi kerana adanya <i>fixed rate</i> tertakluk kepada kematangan
2	Sukuk Ijārah dengan Pulangan Tetap (Fixed Rate Ijara Sukuk)	Pemilik Sijil sukuk ijārah adalah pemilik sesuatu aset atau hak guna, lalu memperoleh sewa tetap (<i>Tradable Sukuk</i>)	Kemungkiran terhadap pembayaran sewa, sifat pulangan tetap membuat risiko kredit lebih serius	Risiko tinggi kerana adanya <i>fixed rate</i> tertakluk kepada dari keseluruhan kematangan
3	Sukuk Ijārah dengan Pulangan Mengambang (Floating Rate Ijara Sukuk)	Pemilik Sijil sukuk ijārah adalah pemilik sesuatu aset atau hak guna, lalu memperoleh sewa mengambang merujuk pada harga patok pasaran seperti LIBOR dan SIBOR (<i>Tradable Sukuk</i>)	Kemungkiran terhadap pembayaran pulangan mengambang membuat risiko kemungkiran tidak begitu serius	Hanya ada dalam period pulangan mengambang, normalnya selama 6 bulan
4	Sukuk Hybrid (Pooled Sukuk)	Sekuritisasi sekumpulan aset Sukuk: komposisi sukuk berupa hutang tidak boleh lebih dari 49 % sehingga ciri-ciri pulangan mengambang tetap wujud (<i>Tradable Sukuk</i>)	Risiko kredit dari bahagian komposisi hutang; kemungkiran pembayaran; pulangan tetap membuat risiko kredit cukup serius	Risiko tinggi kerana adanya <i>fixed rate</i> tertakluk kepada dari keseluruhan kematangan
5	Sukuk Salam	Sekuritisasi aset salam dengan pulangan tetap; melambangkan hutang (<i>non-tradable sukuk</i>)	Salam mempunyai risiko kredit yang tersendiri (lihat; Khan dan Ahmed 2001)	Risiko tinggi kerana bersifat <i>fixed rate</i>
6		Sijil pelabur Musyārakah jangka menengah yang dapat dilunasi. Berasaskan akad musyārakah mutanaqishah (Tradable Sukuk dan dapat dilunasi sebelum tempoh matang)	Risiko kemungkiran tinggi (Lihat; Khan dan Ahmed. Bagaimanapun juga MTFS dapat dibangun atas semua neraca kewangan yang kuat.	Serupa dengan permasalahan <i>floating rate</i> . Manakala demikian, risiko MTFS unik kerana rate-nya tidak didasarkan dengan sesuatu indeksasi faedah seperti LIBOR

Sumber: Tariq, Ali Aarsalan (2004) & Alamin (2010), "Managing Financial Risk of Sukuk Structures", Master of Science at Loughborough University, UK

³²¹Sapto Raharjo, *Panduan Pelabur Bon*, (Jakarta: Gramedia, 2003), 50.

³²²Tariq, Ali Aarsalan (2004) "Managing Financial Risk of Sukuk Structures", Master of Science at Loughborough University, UK

3.9 Metod Pengukuran Risiko Sukuk

Terdapat empat jenis risiko sukuk yang sering digunakan dalam menganalisis sukuk, iaitu: risiko pasaran, risiko kredit, risiko kadar faedah serta risiko operasional. Risiko kadar faedah ini diukur dengan menggunakan analisis kaitan durasi dengan harga sukuk, serta pengiraan pulangan sukuk.³²³

Manakala jenis risiko dan cara pengukuran risiko sukuk, dapat dilihat pada jadual berikut ini.³²⁴

Jadual 3.4: Jenis-Jenis risiko dan teknik pengukurannya.

Jenis Risiko	Definisi	Teknik Pengukuran
Risiko Pasaran	Harga Pasaran bergerak ke arah yang tidak menguntungkan (merugikan)	1.Value at Risk dengan: <ul style="list-style-type: none">• Metod Historis• Metod Delta-Normal• Metod Simulasi Monte Carlo 2. Stress-Testing
Risiko Kredit	Issuer tidak dapat membayar kewajipannya (mungkir)	1.Credit Rating 2. Creditmetric 3. Model Skoring Kredit 4. Risk Adjusted Return on Capital (RAROC) 5. Mortality Rate
Risiko Perubahan Kadar Faedah	Kadar faedah berubah yang mengakibatkan kerugian pada portfolio syarikat	1. Metod Penilaian Kembali (Repricing Model), 2. Metod pengukuran tempoh matang (Maturity Model) 3. Metod Durasi
Risiko Operasional	Kerugian yang terjadi melalui operasi syarikat	1.Matriks frekuensi dan signifikansi Risiko, 2. VaR operasional

Sumber: Mamduh H. Hanafi (2012)

³²³Nazaruddin Abdul Wahid (2010), "*Sukuk Memahami & Membedah Bon pada Perbankan Syariah*", (Yogyakarta: Penerbit Ar-Ruzz Media,2010), 282.

³²⁴Mamduh M.Hanafi," *Manajemen Risiko*", (Yogyakarta, Penerbit UPP STIM YKPN,2012), 57.

3.9.1. Pengukuran Risiko Pasaran

Risiko Pasaran terdiri dari dua jenis risiko, iaitu: Risiko sistematik dan risiko yang tidak sistematik. Risiko sistematik adalah jenis risiko pasaran yang terjadi disebabkan pergerakan harga pasaran yang menyeluruh yang sumber risikonya dari kebijakan kerajaan atau keadaan ekonomi. Risiko pasaran muncul kerana harga pasaran bergerak dalam arah yang merugikan syarikat.³²⁵

Risiko tidak sistematik dapat terjadi manakala harga aset atau instrumen tertentu berubah yang mengakibatkan perubahan terhadap harga aset. Risiko pasaran terdiri dari risiko kadar faedah, risiko nilai tukaran mata wang asing serta risiko likuiditi.³²⁶

Metod pengukuran risiko pasaran dengan metod *Value at Risk*. *Value at Risk* dipopularkan oleh J.P Morgan pada tahun 1994 yang digunakan seperti alat ukur risiko. VaR adalah kerugian yang dapat ditoleransi dengan tingkat kepercayaan tertentu. VaR mengukur maksimum kerugian pelabur pada sesuatu kadar signifikansi tertentu, seperti 1 %, 5% atau 10 %. VaR adalah teknik permodelan yang biasanya mengukur deviasi garis panduan, distribusi normal, nilai purata menjadi landasan pengiraan.³²⁷

Rumus VaR= $\alpha \sigma L$

VaR dapat memprediksi:

- kerugian terburuk (pergerakan maksimum dapatan kurva)
- target yang menjadi sasaran
- Pada tingkat kepercayaan tertentu, misalnya 99 peratus yang dipilih komite Basel

Value at Risk, kemudian diteruskan dengan teknik *stress-testing*. Teknik pengiraan VaR dapat menggunakan metod simulasi historis, metod delta-normal (*variance-covariance*),

³²⁵ Nazaruddin Abdul Wahid (2010), "*Sukuk Memahami & Membedah Bon pada Perbankan Syariah*", (Yogyakarta: Penerbit Ar-Ruzz Media, 2010), 282.

³²⁶ *Ibid*

³²⁷ T. Sunaryo, *Manajemen Risiko Finansial*, (Jakarta: Salemba Empat, 2007), 15.

dan simulasi *Monte Carlo*. *Value at Risk* menjelaskan seberapa besar kerugian yang yang mana disemula jadi dan berapa besar kemungkinannya.³²⁸

Metod Stress-Testing berusaha mengakomodasi peristiwa ekstrim tersebut. *Stress-Testing* perlu mengambil kira kemungkinan perubahan berkait antar pemboleh ubah dalam situasi yang melampau (kritikal).³²⁹

3.9.2 Pengukuran Risiko Kredit

Terdapat lima metod yang digunakan bagi mengukur risiko kredit, iaitu: metod rating, metod skoring kredit, metod RAROC (*Risk Adjusted Return on Capital*), *Mortality Rate*, dan *Credit Metric*.³³⁰

Bagi mengukur risiko kredit digunakan *rating*, sebab *rating* menunjukkan kadar risiko syarikat tersebut. Melalui *rating* tersebut, calon pembeli sukuk dijangkakan memperoleh gambaran mengenai risiko syarikat yang akan menerbitkan sukuk.

Selain metod *rating*, risiko kredit dapat diukur dengan Model Skoring Kredit. Model ini pada dasarnya ingin melihat risiko kredit (potensi kegagalan bayar) berasaskan skor tertentu yang diterima melalui model tertentu, yakni melalui model diskriminan Altman (1968), model probabilitas linier, dan model probabilitas logit.³³¹

Metod RAROC (*Risk Adjusted Return on Capital*) ini perbandingan antara tingkat keuntungan dengan modal yang berisiko (debitur mungkir bayar). RAROC dipopularkan oleh Bankers Trust dan penggunaannya semakin popular. Formula yang digunakan :³³²

$$\text{RAROC} = \frac{\text{Pulangan dari pinjaman syarikat Tahun}}{\text{Modal yang berisiko (Capital at Risk)}}$$

Metod *Mortality Rate* digunakan bagi mendapati peratusan kebangkrutan korporat yang terjadi bagi kelas risiko tertentu dengan menggunakan data historis. Metod yang

³²⁸Mamduh M.Hanafi, "Manajemen Risiko", (Yogyakarta, Penerbit UPP STIM YKPN, 2012), 148.

³²⁹*Ibid.*, 159.

³³⁰*Ibid.*, 163.

³³¹*Ibid.*, 169.

³³²*Ibid.*, 173.

digunakan bagi mengira *mortality rate* dengan *marginal mortality rate* (MMR) bagi tahun 1 dan 2 dapat dikira seperti berikut:³³³

$$\text{MMR1} = \frac{\text{Jumlah nilai sukuk yang kemungkiran pada tahun 1}}{\text{Jumlah nilai sukuk yang beredar pada tahun pertama penerbitan}}$$

$$\text{MMR2} = \frac{\text{Jumlah nilai sukuk yang kemungkiran pada tahun 2}}{\text{Jumlah nilai sukuk yang beredar pada tahun ke-2 setelah penerbitan disesuaikan dengan kemungkiran, pelunasan, tempoh matang, dan pelunasan dari sinking fund}}$$

Metod *credit metric* merupakan alat pengukur risiko kredit dengan menggunakan *Value At Risk*, sehingga volatiliti risiko kredit dapat dijangkakan.

Perbezaan VaR yang biasa digunakan bagi mengukur risiko pasaran dengan risiko kredit, iaitu distribusi yang tidak normal dan pengiraan korelasi. Distribusi bagi risiko kredit cenderung mempunyai sisi kiri yang lebih panjang. Pengiraan *credit metric* dapat digunakan bagi aset tunggal dan aset portofolio.³³⁴

3.9.3 Pengukuran Risiko Kadar Faedah

Perubahan kadar faedah dapat menyebabkan syarikat menghadapi dua jenis risiko, yakni:

- a. Risiko perubahan pulangan kerana pulangan bersih akan berkurang dari pada yang dijangkakan.
- b. Risiko perubahan nilai pasaran harga sukuk sebab jika kadar faedah meningkat maka harga sukuk akan menurun. Sukuk yang mempunyai tempoh matang lebih lama nilai pasarnya akan turun lebih besar dari pada sukuk yang tempoh matangnya lebih pendek. Begitu sebaliknya, jika terjadi pasang surut kadar faedah maka sukuk yang mempunyai tempoh matang yang lebih lama akan mengalami kenaikan nilai pasaran yang lebih cepat berbanding dengan sukuk tempoh matang yang pendek. Jadi nilai pasaran sukuk tempoh

³³³ *Ibid.*, 175.

³³⁴ Mamduh M.Hanafi, "Manajemen Risiko", (Yogyakarta, Penerbit UPP STIM YKPN, 2012), 179.

matang panjang lebih meruap terhadap perubahan kadar faedah berbanding sukuk tempoh matang pendek.³³⁵

Risiko kadar faedah dapat diukur dengan beberapa metod, iaitu: metod penilaian semula (*repricing model*), Metod pengukuran kematangan (*maturity model*), metod durasi (*duration model*). Metod penilaian semula didasarkan perubahan pulangan, sedangkan metod pengukuran kematangan dan durasi menggunakan basis perubahan harga pasaran sukuk.

Metod penilaian semula (*repricing model*) digunakan bagi mengukur risiko perubahan kadar faedah dengan menggunakan pendekatan pulangan. Metod ini mengukur seberapa besar pengaruh perubahan kadar faedah terhadap pulangan yang diperolehi korporat.³³⁶

Metod pengukuran kematangan (*maturity model*) merupakan metod pengukuran risiko perubahan kadar faedah yang akan menyebabkan perubahan harga pasaran sesuatu aset. Bagi mengira risiko ini digunakan *gap* tempoh matang antara jangka tempoh aset (*maturity of aset* atau MA dengan kematangan hutang (*maturity of liabilities* atau ML).

$$\text{Gap kematangan} = \text{MA} - \text{ML}$$

Semakin besar *gap* tempoh matang maka semakin besar risiko perubahan kadar faedah yang dihadapi oleh sesuatu syarikat.³³⁷

3.9.3.1 Metod Durasi

Konsep durasi dikembangkan oleh Frederick R. Macaulay pada tahun 1930 bagi membantu memecahkan permasalahan memilih satu dari dua atau lebih sukuk mahupun bon jika kedua atau semua sukuk mempunyai *yield* yang sama. Durasi adalah salah satu

³³⁵ *Ibid.*, 124.

³³⁶ Mamduh M. Hanafi, " *Manajemen Risiko*", (Yogyakarta, Penerbit UPP STIM YKPN, 2012), 125.

³³⁷ *Ibid.*, 131.

cara yang dapat digunakan oleh pelabur bagi memperkirakan sensitiviti harga sukuk atau bon terhadap perubahan kadar faedah di pasaran.³³⁸

Konsep durasi merupakan konsep yang amat urgen dalam analisis penilaian bon atau sukuk. Ada beberapa alasan yang mendasari urgennya konsep durasi tersebut. Pertama, konsep durasi dapat menjelaskan mengenai perbezaan tempoh efektif pelbagai alternatif pilihan sukuk. Kedua, konsep durasi dapat digunakan seperti salah satu strategi pertadbiran pelabur pada sukuk. Ketiga, durasi dapat digunakan bagi mengukur perubahan harga sukuk terhadap perubahan kadar faedah, kerana durasi sudah mengkombinasi kupon dan kematangan sukuk. Bagi mengira peratus perubahan harga sukuk kerana adanya perubahan kadar faedah, maka digunakan metod durasi yang sudah dimodifikasi (*modified duration*).³³⁹

Durasi merupakan jumlah tahun yang diperlukan bagi dapat mengembalikan harga pembelian sukuk atau bon. Durasi diukur dengan mengira purata tertimbang kematangan aliran tunai sukuk berasaskan konsep nilai sekarang (*present value*).

Konsep durasi menjelaskan perbezaan tempoh efektif pelbagai alternatif pilihan sukuk. Dengan kata lain durasi merupakan purata period tertimbang arus tunai yang diterima pelabur atas pelabur pada bon atau sukuk yang sering disebut dengan *payback period*.

Durasi dapat digunakan seperti ukuran yang lebih akurat bagi mengukur sensitiviti harga sukuk atau bon terhadap pergerakan kadar faedah, kerana durasi sudah mengkombinasikan kadar kupon (*coupon rate*) dan kematangan sukuk.

Lamanya durasi sesuatu sukuk akan ditentukan oleh tiga faktor, iaitu: kematangan sukuk, kadar kupon dan *yield to maturity* (YTM).

Ketiga faktor tersebut, hanya faktor kematangan sahaja yang mempunyai hubungan searah dengan durasi. Ertinya, semakin lama tempoh matang sukuk maka

³³⁸ Jaka E. Cahyana (2004), "*Berinvestasi di Bon*", (Jakarta: Penerbit PT. Elex Media Komputinda, 2004), 263.

³³⁹ Eduardus Tandelilin, "*Portofolio dan Investasi Teori dan Aplikasi*", Edisi Pertama, (Yogyakarta: Penerbit Kanisius, 2012), 283.

semakin besar durasinya. Manakala kadar kupon dan *yield* sukuk mempunyai hubungan yang berlawanan arah. Ertinya, semakin besar kupon dan *yield* (YTM) sukuk maka akan semakin kecil durasi sukuk. Hal ini menunjukkan bahawa risiko sukuk semakin kecil.³⁴⁰

Durasi mempunyai pola seperti berikut:³⁴¹

- Durasi (D) bagi Sukuk yang memberikan *kupon (coupon bond)*, nilainya lebih kecil dari pada kematangannya maka nilai $D < M$
- Durasi bagi sukuk atau bon yang tidak membahagikan kupon bagi pemiliknya atau disebut *zero coupon* Sukuk maka nilainya sama dengan kematangannya, maka nilai $D = M$
- Semakin besar kadar kupon maka durasi akan semakin kecil, kerana arus tunai masuk yang diterima pelabur besar sehingga wang tersebut segera menutupi dana pembelian sukuk tersebut.
- Semakin besar *yield to maturity* maka hubungan akan semakin kecil.

Jadi kadar kupon dan *yield to maturity* mempunyai hubungan yang negatif dengan durasi.

Bagi mengira perubahan harga sukuk kerana adanya perubahan kadar faedah tertentu, maka dapat digunakan durasi yang sudah dimodifikasi, iaitu:

$$D^* = D / (1+r)$$

$$D^* = \text{Durasi Durasi modifikasi}$$

$$r = \text{YTM Sukuk}$$

Pasang surut tingkat faedah dinyatakan dalam istilah *basis point*. Pasang surut kadar faedah sebesar 1% sama dengan turun 100 basis poin dan biasa ditulis 100 BP.

³⁴⁰ *Ibid.*

³⁴¹ Zalmi Zubir, *Portofolio Bon*, (Jakarta: Penerbit Salemba Empat, 2012), 132.

3.9.3.2 Hubungkait Durasi dengan Harga Sukuk

Durasi dapat ditafsirkan seperti ramalan peratusan perubahan harga sukuk bagi setiap perubahan pulangan sebesar 100 *basis point*. Jadi sukuk yang mempunyai durasi 4,8 akan berubah harganya sebesar 4,8 % bagi setiap perubahan pulangan sebesar 100 *basis point* atau 1 %. Perubahan pulangan sebesar 50 basis point maka harga akan berubah 2,4 % dan bagi perubahan pulangan 25 *basis point* harga berubah 1,2 %.³⁴²

Jadi semakin besar durasi, maka semakin besar potensi perubahan nilai pasaran akibat perubahan kadar faedah. Ertinya, semakin besar durasi, akan semakin besar risiko perubahan kadar faedah yang dihadapi oleh syarikat.

Modified duration mempunyai fungsi bagi mengevaluasi pengiraan harga sukuk yang lebih akurat harga sukuk yang disebabkan perubahan kadar faedah. *Modified duration* mengukur sensitiviti harga sukuk terhadap perubahan kadar faedah sebesar 1 % atau 100 *basis point* dengan bahawa aliran tunai yang dijangka (*expected cash flow*) sukuk tersebut tidak berubah manakala terjadi perubahan kadar faedah.³⁴³

3.9.3.3 Metod Koveksiti

Durasi hanya dapat menjelaskan dengan baik tentang perubahan harga sukuk akibat perubahan kadar faedah yang terhad, tetapi tidak dapat menjelaskan dengan baik bila terjadi perubahan kadar faedah yang besar.

Durasi mengandaikan bahawa peratusan perubahan harga sukuk proporsional dengan peratusan perubahan kadar faedah. Perkiraan perubahan harga sukuk makin tidak akurat bila perubahan kadar faedah amat besar kerana Durasi antara kadar faedah dan harga sukuk tidak *linier*, tetapi berbentuk cembung (*convex*). Bagi mendapati estimasi

³⁴²Zalmi Zubir, *Portofolio Bon*, (Jakarta:Penerbit Salemba Empat, 2012), 133.

³⁴³Sapto Rahardjo (2003), *Panduan Pelabur Bon*, (Jakarta:Penerbit Gramedia Pustaka Utama, 2003), 153.

perubahan harga sukuk yang lebih akurat akibat perubahan kadar faedah digunakan metod konveksiti.³⁴⁴

Harga sukuk atau bon yang dikira balik akibat adanya perubahan kadar faedah dapat dilakukan dengan menggunakan metod durasi. Dapatan pengiraan tersebut merupakan harga ramalan, yang sering kali berbeza dengan harga pasaran. Perbezaan tersebut disebut seperti kecembungan sebenar (*real konvexity*).

Bagi mengestimasi perubahan harga sukuk di pasaran secara lebih tepat selain durasi juga mesti dikira kecembungan (*konveksiti*), kerana perubahan harga sukuk atau bon akibat adanya perubahan kadar faedah yang tercermin pada gabungan *duration* dan *konveksiti*.³⁴⁵

Durasi selalu dibaca negatif sedangkan *konveksiti* yang mana dibaca positif dan negatif, ertinya durasi selalu mempunyai hubungan yang berlawanan arah (negatif) terhadap harga sukuk, manakala konveksiti yang mana mempunyai hubungan atau pertalian (*correlation*). *Duration* dan konveksiti teoritis digunakan bersama bagi mengestimasi harga teoritis, sedangkan konveksiti riil merupakan selisih antar harga pasaran dan harga estimasi yang mana harga pasaran dipengaruhi oleh kekuatan pasaran.³⁴⁶ Dalam graf, kecembungan konveksiti merupakan selisih antara persamaan garis lengkung dengan garis lurus. Perubahan konveksiti akan semakin besar bagi sukuk yang kuponnya kecil, sukuk yang tempoh matangnya lama, serta mempunyai kadar kupon yang rendah.³⁴⁷

Kecembungan digunakan seperti alat pertimbangan dalam memilih sukuk atau bon. Jika sukuk A lebih cembung dari pada sukuk B, maka:

Jika kadar faedah naik → Harga sukuk A turun lebih kecil dari pada B

Jika kadar faedah turun → Harga sukuk A naik lebih besar dari pada B

³⁴⁴Zalmi Zubir, *Portofolio Bon*, (Jakarta:Penerbit Salemba Empat, 2012), 141.

³⁴⁵*Ibid.*, 145.

³⁴⁶Mohamad Samsul, "Pasaran Modal dan Manajemen Portofolio", (Jakarta:Penerbit Erlangga, 2002), 125.

³⁴⁷Sapto Rahardjo (2003), *Panduan Pelabur Bon*, (Jakarta:Penerbit Gramedia Pustaka Utama, 2003), 72-74.

Jadi dalam keadaan pasaran modal *Bearish* mahupun *Bullish* maka yang dipilih sukuk A yang mempunyai kecembungan yang lebih besar.

Durasi akan bermanfaat bagi pelabur bagi mempertimbangkan risiko sukuk, yang digunakan bagi meramalkan turun naik (volatiliti) perubahan harga sukuk yang disebabkan perubahan kadar faedah. Sukuk yang mempunyai durasi yang besar menunjukkan turun naik (volatiliti) harganya tinggi, sedangkan sukuk yang mempunyai durasi kecil maka turun naik harga sukuk lebih rendah akibat perubahan kadar faedah.³⁴⁸

3.10 Pulangan Sukuk

Pelabur yang membeli sukuk menjangkakan pulangan dari pelaburannya. Pulangan sukuk atau bon dikenali dengan istilah *yield*. *Yield* dibezakan menjadi empat, yakni *kupon yield* atau *nominal yield*, *current yield*, *realized yield* dan *yield to maturity*. Sebelum membeli sukuk, pelabur mesti mengetahui kadar pulangan sukuk yang dibelinya dengan ukuran *yield*.

3.10.1 Jenis Pulangan Sukuk

Pulangan sukuk dikenali dengan istilah *kupon* atau *yield*, tetapi secara definisi *kupon* tidaklah sama dengan *yield*. Beberapa jenis *yield* yang digunakan bagi mengukur pulangan sukuk, iaitu: *Coupon yield*, *Nominal Yield*, *Yield to maturity* (YTM), *Current Yield* dan *Realized Yield* serta *Yield to Call*³⁴⁹

- *Coupon Yield* digunakan bagi mengetahui kadar pulangan sukuk dari pelaburan sukuk atas dasar nilai pasaran sukuk. *Coupon Yield* disebut juga *Nominal Yield*. *Coupon yield* ini ditetapkan pada saat penerbitan sukuk. *Coupon yield* pada bon konvensional berupa kadar faedah, sedangkan pada

³⁴⁸*Ibid.*, 149.

³⁴⁹Sapto Rahardjo (2003), *Panduan Pelabur Bon*, (Jakarta:Penerbit Gramedia Pustaka Utama, 2003), 72-74.

sukuk Ijārah berupa *fee dan* pada sukuk muḍārabah berupa nisbah berkongsi keuntungan dari pulangan syarikat atau projek.

- *Curent yield* digunakan bagi mengetahui kadar pulangan sukuk dari pelaburan sukuk atas dasar nilai nominal (*par value*) sukuk.
- *Yield to maturity*. digunakan bagi mengetahui kadar pulangan sukuk yang diterima pelabur hingga tempoh matang. *Yield to Maturity* (YTM) dapat diaertikan seperti kadar pulangan majemuk yang akan diterima pelabur jika membeli sukuk pada harga pasaran semasa dan menyimpan sukuk tersebut hingga tempoh matang. *Yield to Maturity* (YTM) merupakan ukuran *yield* yang banyak digunakan kerana *yield* tersebut menggambarkan pulangan dengan kupon majemuk yang dijangkakan pelabur, jika dua andaian yang disyaratkan dapat terpenuhi.

Jika kedua andaian terpenuhi maka YTM yang dijangka sama dengan *yield* sedar. Andaian pertama adalah bahawa pelabur akan mempertahankan sukuk tersebut hingga tempoh matang. Nilai yang didapat jika andaian pertama dipenuhi tersebut sering disebut dengan *yield to maturity* (YTM). Andaian kedua adalah pelabur melaburkan kembali pulangan yang diperolehi dari sukuk pada YTM yang diterima.

Yield atau YTM merupakan kadar pulangan sukuk jika menyimpannya hingga tempoh matang. YTM akan digunakan oleh pelabur bagi perbandingan antara pulangan sukuk dengan sukuk lainnya, sukuk yang dipilih adalah sukuk yang mempunyai *Yield To Maturity* yang tinggi.

Pelabur juga dapat memilih sukuk atas asas *current yield*, yakni dapatan pelaburan yang diukur dari nisbah (*ratio*) kupon dengan harga beli sukuk. Manakala kelemahan dari ukuran *current yield* adalah tidak memperhatikan *capital gain* yang akan diperolehi.

- *Yield to Call (YTC)* bagi mengukur kadar pulangan dijangka (*expected return*), jika sukuk dilunasi sebelum tempoh matang. Sukuk atau bon jenis ini disebut juga *callable bond* atau *callable sukuk*. *Callable bond* diterbitkan kerana turun naiknya kadar faedah di pasaran wang (*money market*), sehingga jika terjadi pasang surut kadar faedah, syarikat perlu membeli balik bon yang telah diterbitkan. Masing-masing jenis *yield* mempunyai kegunaan tertentu bagi mengukur pulangan sukuk, seperti yang tercantum pada jadual 3.5.³⁵⁰

Jadual 3.5. Kegunaan masing-masing ukuran pulangan sukuk

Jenis Pulangan Sukuk	Kegunaan
Nominal Yield	Mengukur kadar kupon
Current Yield	Mengukur kadar pulangan sekarang
Yield to maturity (YTM)	Mengukur kadar jangkaan pulangan jika sukuk disimpan hingga tempoh matang
Yield to Call (YTC)	Mengukur kadar jangkaan pulangan jika sukuk dilunasi sebelum tempoh matang
Realized (horizon) yield	Mengukur kadar jangkaan pulangan bagi sukuk yang dijual sebelum tempoh matang. <i>Yield</i> ini dikira dengan menggunakan kadar pelaburan semula (<i>reinvestment</i>) dan harga jual sukuk

Sumber: Eduardus Tandelilin (2010).

3.10.2 Pengiraan Pulangan Sukuk

Bagi mengira pulangan sukuk dapat dilakukan melalui pengiraan kupon (*coupon yield*, *curent yield* (CY) dan *yield to maturity* (YTM).

Pulangan sukuk, dapat dibezakan menjadi dua, iaitu kembali sedar (*realiazed return*) dan *pulangan dijangka* (*expected return*). Pertama, pulangan realisasi disebut juga

³⁵⁰Eduardus Tandelilin, "Portofolio dan Pelabur Teori dan Aplikasi", Edisi Pertama, (Yogyakarta: Penerbit Kanisius, 2012), 269.

Holding Period Return (HPR), yang merupakan perbandingan nilai akhir pelabur dengan nilai awal dari invetasi. Nilai HPR dapat berupa nilai nol atau lebih besar dari satu, tetapi tidak akan bernilai negatif. Jika nilai HPR lebih besar dari satu, bererti adanya peningkatan kesejahteraan bagi pelabur dari pelabur yang dilakukan, juga menggambarkan adanya positif *rate of return* pada period pelabur tersebut. Jika nilai HPR lebih kecil dari satu, bererti adanya pasang surut kesejahteraan dan menggambarkan pulangan yang negatif.

Merujuk Really dan Brown (2006,652), rumus menghitung HPR bagi sukuk adalah seperti berikut:

$$\mathbf{HPR_{i,t} = \frac{P_{i,t} + Int_{i,t}}{P_{i,t}}}$$

Keterangan:

$HPR_{i,t}$: holding period pulangan bagi sukuk i selama period pemilikan

$P_{i,t}$: harga pasaran/harga patut dari sukuk i diakhir period t

$Int_{i,t}$: harga pasaran/harga patut dari sukuk i diawal period t

$P_{i,t}$: berkongsi keuntungan/ fee yang dibayarkan pada sukuk i selama period t

Kedua, pulangan yang dijangkakan disebut juga *Holding Period Yield* (HPY), yang diukur dengan peratus (%).

Kadar HPY adalah $HPR-1$, jadi rumus $HPY = HPR - 1$.

Oleh kerana itu pengiraan HPR dan HPY tersebut salah satunya dapat diperbandingkan antar dua atau lebih instrumen pelabur yang berbeza masa pelaburnya (waktu penerbitannya), maka perlu dikira kadar HPR pertahunnya atau tahunannya.

Pulangan dijangka dapat diukur dengan *Yield*. *Yield* ini digunakan pelabur bagi mengira seberapa besar pulangan yang akan diterima pelabur dari wang yang digunakan bagi membeli sukuk.

Formula yang digunakan bagi mengira *nominal yield* dan *current yield*, seperti berikut ini :

$$\text{Nominal yield (NY)} = \frac{\text{Kupon}}{\text{Nominal}} \times 100\%$$

$$\text{Current yield (CY)} = \frac{\text{Kupon}}{\text{Harga}} \times 100\%$$

Bagi mengira YTM digunakan persamaan:³⁵¹

$$P = \sum_{t=1}^{2n} \frac{C_i/2}{\left(1 + YTM/2\right)^t} + \frac{P_p}{\left(1 + YTM/2\right)^{2n}}$$

Dalam hal ini :

P = harga sukuk pada semasa (t=0)

n = jumlah tahun hingga dengan tempoh matang

Ci = pembayaran kupon bagi sukuk i setiap tahunnya atau setiap semester

YTM = *yield to maturity*

Pp = nilai par dari sukuk

Persamaan di atas menunjukkan YTM adalah nilai yang dicari, dengan menggunakan data harga sukuk semasa, masa tempoh matang, kupon dan nilai par sukuk yang diketahui. YTM dapat dicari dengan cara mencoba-coba memasukkan nilai yang paling mendekati seperti pengiraan *Internal Rate of Return (IRR)* dalam penilaian projek. Bagi memperoleh nilai YTM yang mendekati dapat digunakan persamaan seperti berikut:

$$\text{Yield to maturity } YTM^* = \frac{Ci + \frac{P_p}{n}}{\frac{P_p + P}{2}}$$

Pengandaian:

C = Kupon

R = Nilai nominal

P = Harga pasaran Sukuk

n = Waktu tempoh matang (*time to kematangan*)

³⁵¹ Eduardus Tandililin, *loc.cit.*, 259.

3.11 Kesimpulan

AAOIFI mengiktiraf empat belas jenis sukuk, manakala yang banyak diterbitkan oleh beberapa kerajaan adalah sukuk yang menggunakan akad Muḍārabah, Ijārah, Salam, Istiṣna‘, Musyārakah dan Murābahah. Sukuk merupakan sumber pembiayaan syarikat yang berasal dari pelabur. Pelabur membeli sukuk dengan tujuan memperoleh pulangan dimasa yang akan datang.

Pulangan sukuk dikenali dengan istilah kupon. Jenis pulangan sukuk dibezakan menjadi empat, iaitu: *nominal yield*, *curent yield* (CY) dan *yield to maturity* (YTM) dan *Yield to Call* (YTC). Namun dalam kajian ini yang akan dibahas adalah pulangan dalam bentuk *nominal yield* dan *yield to maturity* (YTM). Pelabur selain menjangkakan pulangan berupa kupon, juga menjangkakan *current yield* dan *yield to maturity* dari sukuk tersebut, kerana pulangan yang sesungguhnya diperolehi pelabur adalah pulangan yang akan diterima dimasa hadapan manakala membeli sukuk dan menyimpannya hingga tempoh matang. Kupon ini akan diterima pelabur setiap semester atau setahun sekali. Jika sukuk yang menggunakan akad Ijārah maka kupon nya berupa *fee* yang berasal dari sewa aset pendasar (*underlying aset*), sedangkan sukuk dengan akad muḍārabah maka pembayaran kupon berasal dari nisbah keuntungan projek yang didanai dari penerbitan sukuk tersebut.

Selain pulangan sukuk, pelabur juga menghadapi risiko yang muncul akibat membeli sukuk. Risiko yang dihadapi pelabur adalah risiko kadar pulangan, risiko kredit, risiko tukaran mata wang asing, risiko harga aset pendasar, risiko kecairan, risiko kadar faedah, risiko kepatuhan syariah, serta risiko pasaran. Sebelum membeli sukuk, pelabur mesti mengambil kira kadar risiko dan pulangan sukuk yang diterimanya, sehingga memberikan keuntungan dari pembelian sukuk tersebut.

BAB 4 : METODOLOGI KAJIAN

4.1 Pendahuluan

Bab ini akan menghuraikan metodologi kajian yang digunakan pada kajian ini. Huraian tentang data dan sumber data, populasi dan sampel pada kajian ini serta teknik pengumpulan data. Selanjutnya dilakukan analisis data menggunakan analisis regresi berganda bagi menjawab permasalahan kajian.

4.2 Data dan Sumber Data

Objek kajian ini adalah instrumen Sukuk yang diterbitkan di Pasaran Modal Indonesia atau Bursa Efek Indonesia (BEI). Data yang akan diambil adalah data siri masa (*time series*) sukuk yang masih beredar (*outstanding*) dari tahun 2010 hingga 2013.

Data yang diambil adalah data sekunder, yakni: sukuk Ijārah dan sukuk Muḍārabah yang masih beredar hingga 2013 dimulai dari kuartal tiga atau sukuk tahun ketiga (Q3) tahun 2010 hingga kuartal empat atau suku tahun keempat (Q4) tahun 2013.

Sumber data bagi melakukan kajian ini diperolehi dari pelbagai sumber, iaitu: Prospektus syarikat yang menerbitkan sukuk Ijārah dan Muḍārabah dari tahun 2010 hingga tahun 2014, Laporan penerbitan sukuk dari syarikat yang menerbitkan sukuk Ijārah dan Muḍārabah dari tahun 2010 hingga tahun 2014.

Manakala data kajian yang utama diperolehi dari sumber seperti berikut:

Data Sukuk korporat yang diterbitkan di Indonesia oleh Otoritas Perkhidmatan Kewangan (OJK)

Penarafan Sukuk Ijārah dan Sukuk Muḍārabah oleh PT. Penilai Efek Indonesia.

Nilai Nominal Sukuk dari www.ksei.co.id.

Harga pasaran sukuk dari www.idx.co.id.

Tingkat kupon sukuk dari www.idx.co.id.

Harga wajar dan kadar pulangan sukuk diperolehi dari Indonesian Bond Market Directory (IBMD) yang diterbitkan oleh Indonesian Bond Pricing Agency (IBPA) dan PT.Indonesian Capital Market Electronic Library (ICaMEL). Indonesia Bond Pricing Agency (IBPA) merupakan institusi yang menetapkan harga wajar sukuk yang dinilai oleh PT. Penilai Efek Harga Indonesia.

Data sukuk diperolehi dari buku IMBD tahun 2011, buku IMBD tahun 2012, IBMD 2013 dan yang terakhir IBMD 2014.

Harga sukuk yang diterbitkan oleh IBPA disebut harga wajar dan *yield* wajar dari sukuk Ijārah dan Muḍārabah. Data harga sukuk Ijārah dan Sukuk Muḍārabah yang diterbitkan pada tahun 2010 dari BAPEPAM-LK dan Otoritas Perkhidmatan Kewangan (OJK) sama ada yang masih beredar (*outstanding*) paling awal hingga tahun 2014 atau diatas tahun tersebut.

Manakala data sukuk yang dikumpulkan mencakupi: kode/siri sukuk, penerbit, tarikh penerbitan, nilai nominal sukuk, tarikh tempoh matang, penarafan, harga berpatutan (*fair price*), pulangan, durasi dan konveksiti sukuk, pada period kajian iaitu data sukuk tahunan mulai sukuk tahun pertama tahun 2010 hingga kuartal kedua tahun 2014. Selanjutnya mengumpulkan data bagi hasil sukuk Muḍārabah dan *fee* bagi sukuk Ijārah selama period kajian.

Selain itu, penarafan sukuk minimal BBB+ berasaskan garis panduan institusi penarafan (Pefindo, Moodys atau Fitch) serta sukuk yang diteliti tidak pernah mengalami kemungkiran.

4.3 Populasi dan Sampel

Populasi dalam kajian ini adalah keseluruhan sukuk Ijārah dan sukuk Muḍārabah yang diterbitkan pada tahun 2010 oleh korporat yang masih beredar (*outstanding*) hingga akhir tahun 2014. Dikernakan jumlah penerbitan sukuk oleh syarikat masih

terhad yakni 48 sukuk termasuk sukuk Ijārah dan sukuk Muḍārabah maka keseluruhan populasi dijadikan sampel, sehingga kajian ini menggunakan metod bancian (sensus).

4.4 Teknik Pengumpulan Data

Teknik pengumpulan data menggunakan teknik *purposive sampling*, populasi yang akan dijadikan sampel kajian adalah populasi yang memenuhi kriteria sampel tertentu yang selaras dengan yang dikehendaki peneliti.

Kriteria syarikat yang dijadikan sampel dalam kajian ini adalah semua syarikat yang menerbitkan sukuk Ijārah dan Muḍārabah di Pasaran Modal Indonesia.

Pengumpulan data juga dilakukan melalui kajian perpustakaan, dengan menjana maklumat serta data yang diperlukan melalui buku-buku, karya tulis dari kajian, jurnal, laporan kewangan syarikat, brosur, akhbar, serta dari internet yang sepadan dengan permasalahan yang dikaji.

4.5 Metod Analisa Data

Kajian ini bertujuan bagi membandingkan antara risiko dan pulangan sukuk Muḍārabah dengan sukuk Ijārah yang diterbitkan di Indonesia. Sebelum menjumlah pulangan sukuk, terlebih dahulu menjumlah risiko sukuk. Pengukuran risiko sukuk akan tertakluk kepada pada jenis risiko sukuk yang mana yang akan dikira, sehingga alat analisis yang digunakan juga berbeza.

Tahap awal melakukan identifikasi risiko, kemudian mengukur risiko selanjutnya memutuskan risiko mana yang paling sepadan.

4.5.1. Analisis Deskriptif

Analisis deskriptif digunakan bagi menjumlah semua pemboleh ubah dalam kajian ini yang diukur dengan purata, bentuk peratusan, jadual, gambar, rajah atau bentuk lainnya.

4.5.2 Analisis Komparatif

Setelah menjumlah kadar risiko sukuk, yakni risiko kredit dan risiko kadar faedah selanjutnya menjumlah pulangan sukuk Ijārah dan Mudharah dengan pendekatan *yield*. Pulangan sukuk dibezakan menjadi empat, yakni *nominal yield*, *current yield*, *realized yield* dan *yield to maturity*.

Setelah dapatan pengiraan pulangan sukuk Ijārah dan Sukuk Muḍārabah diperolehi, selanjutnya membandingkan antara kedua pulangan sukuk tersebut dengan uji *Independent Sampel t-Test* dengan alat bantu software statistik. *Independent Sampel t-Test* digunakan bagi menjana perbezaan yang signifikan dari *yield to maturity* dan *Current Yield* yang merupakan pulangan Sukuk Muḍārabah dan Sukuk Ijārah.

- Sebelum melakukan analisis data dengan menggunakan *Independent Sampel t-Test*, perlu dikira pulangan Sukuk Muḍārabah dan Ijārah dengan cara menghitung *Nominal Yield*, *Yield to maturity*, *Current Yield* dan *Realized Yield*.
- Pelabur dapat mengetahui kadar pulangan sukuk yang dibelinya dengan ukuran *yield*. *Yield to maturity* (YTM) merupakan kadar pulangan sukuk jika menyimpannya hingga tempoh matang. YTM akan digunakan oleh pelabur bagi perbandingan antara pulangan sukuk dengan sukuk lainnya. Makin besar YTM, maka semakin baik sukuk tersebut sehingga layak dibeli.

Pelabur juga dapat memilih sukuk atas dasar *current yield*, yakni dapatan pelabur yang diukur dari rasio kupon dengan harga beli sukuk. Manakala kelemahan dari ukuran *current yield* adalah tidak memperhatikan *capital gain* yang akan diperolehi.

Pulangan yang dijangkakan dapat diukur dengan *yield*. *Yield* ini digunakan pelabur bagi menjumlah seberapa besar pulangan yang akan diterima pelabur dari wang yang digunakan bagi membeli sukuk.

Ada beberapa macam *yield* yang digunakan bagi mengukur pulangan sukuk, iaitu: *Coupon yield*, *Nominal Yield*, *Yield to maturity*, *Current Yield* dan *Realized Yield* serta *Yield to Call*³⁵²

- *Coupon yield* digunakan bagi mengetahui kadar pulangan sukuk dari pelaburan sukuk atas dasar nilai pasaran sukuk.
- *Curent yield* digunakan bagi mengetahui kadar pulangan sukuk dari pelaburan sukuk atas dasar nilai nominal sukuk.
- *Yield to maturity*. digunakan bagi mengetahui kadar pulangan sukuk yang diterima pelabur hingga tahun tempoh matang.
- *Yield to Call (YTC)* bagi mengukur kadar pulangan yang dijangkakan jika sukuk dilunasi sebelum tempoh matang

Bagi menjumlah pulangan sukuk dapat dilakukan melalui pengiraan *coupon yield*, *curent yield* (CY) dan *yield to maturity* (YTM).

$$\text{coupon yield (CY)} = \frac{\text{Kupon}}{\text{Nominal}} \times 100\%$$

$$\text{curent yield (CY)} = \frac{\text{Kupon}}{\text{Harga}} \times 100\%$$

Yield to maturity (YTM) dapat diaertikan seperti kadar pulangan majemuk yang akan diterima pelabur jika membeli sukuk pada harga pasaran semasa dan menyimpan sukuk tersebut hingga tempoh matang. YTM merupakan ukuran *yield* yang banyak digunakan kerana *yield* tersebut menggambarkan pulangan dengan kupon majemuk yang dijangkakan pelabur, jika dua pengandaian yang disyartakan dapat terpenuhi.

³⁵² Sapto Rahardjo (2003), *Panduan Pelabur Bon*, (Jakarta:Penerbit Gramedia Pustaka Utama, 2003), 73.

Jika kedua pengandaian terpenuhi maka YTM yang dijangkakan sama dengan *yield* sedar. Pengandaian pertama adalah bahawa pelabur akan mempertahankan sukuk tersebut hingga tempoh matang. Nilai yang didapatkan manakala pengandaian pertama dipenuhi tersebut sering disebut dengan *yield to maturity* (YTM). Pengandaian kedua adalah pelabur mengpelaburkan pulangan semula yang diperoleh dari sukuk pada YTM yang diterima. Bagi melakukan pengiraan YTM digunakan persamaan:³⁵³

$$P = \sum_{t=1}^{2n} \frac{C_i/2}{\left(1 + YTM/2\right)^t} + \frac{P_p}{\left(1 + YTM/2\right)^{2n}}$$

Dalam hal ini :

P = harga sukuk pada semasa (t=0)

N = jumlah tahun hingga dengan tempoh matang

Ci = pembayaran kupon bagi sukuk i setiap tahunnya atau setiap semester

YTM = *yield to maturity*

Pp = nilai nominal (*par value*) sukuk

Persamaan di atas menunjukkan YTM adalah nilai yang dicari, dengan menggunakan data harga sukuk semasa, masa tempoh matang, kupon dan nilai par sukuk yang diketahui. YTM dapat dicari dengan cara mencoba-coba memasukkan nilai yang paling mendekati seperti pengiraan *Internal Rate of Return (IRR)* dalam penilaian projek. Bagi memperoleh nilai YTM yang mendekati dapat digunakan persamaan seperti berikut:

$$Yield\ to\ maturity\ YTM^* = \frac{Ci + \frac{P_p}{n}}{\frac{P_p + P}{2}}$$

Pengandaian:

C = Kupon

R = Nilai nominal

P = Harga pasaran Sukuk

n = Tempoh matang (*time to maturity*)

³⁵³Eduardus Tandelilin, "Portofolio dan Investor Teori dan Aplikasi", Edisi Pertama, (Yogyakarta: Penerbit Kanisius, 2012), 259.

Analisis selanjutnya, dilakukan dengan membandingkan antara dapatan pengiraan risiko kredit dan risiko kadar faedah serta pulangan Sukuk Ijārah atau Sukuk Muḍārabah. Sukuk manakah yang mendapatkan risiko yang lebih kecil dan memberikan pulangan yang lebih besar.

Analisis deskriptif digunakan bagi membandingkan antara pemboleh ubah satu dengan pemboleh ubah lainnya yang tujuannya bagi memperoleh kesimpulan pemboleh ubah yang manakah yang lebih besar. Analisis komperatif ini menggunakan ujian t sampel tidak bersandar (*independent samples t-test*).

4.5.3 Analisis Regresi Berganda (*Multiple Regression*)

Analisis regresi merupakan teknik statistik yang digunakan bagi mengetahui pengaruh diantara satu pemboleh ubah bersandar (*dependend variable*) dan beberapa pemboleh ubah tidak bersandar (*independend variable*). Bagi menguji pengaruh kadar kupon, kematangan tempoh matang sukuk, penarafan sukuk dan kadar faedah Sijil Bank Indonesia (SBI) keatas pulangan sukuk yang di terbitkan di Pasaran Modal Indonesia Tahun 2010-2014, maka digunakan analisis regresi berganda.

Persamaan regresi berganda seperti berikut:

$$\text{Pulangan} = \alpha + \alpha_1 \text{ Kupon} + \alpha_2 \text{ Kematangan} + \alpha_3 \text{ Penarafan} + \alpha_4 \text{ SBI} + e$$

Penjelasan :

Pulangan = yield to maturity

Kupon = kadar kupon sukuk

Kematangan = tempoh matang sukuk

Penarafan = penarafan sukuk

SBI = kadar faedah Sijil Bank Indonesia

e = error term

4.6. Ujian Pengandaian Klasik

Prinsip-prinsip yang mendasari regresi linier berganda tidak berbeza dengan regresi mudah linier. Akan tetapi, dalam regresi berganda akan dijumpai beberapa pengandaian klasik, seperti multikolineariti, heteroskedastisiti dan autokorelasi. Persyaratan yang melandasi regresi berganda mesti memenuhi garis panduan agar ramalan parameter dalam model tersebut bersifat BLUE (*Best Linier Unbiased Estimated*), mesti bebas dari unsur multikolineariti, heteroskedastisiti dan autokorelasi.³⁵⁴

Ujian pengandaian klasik digunakan bagi memenuhi garis panduan penggunaan model regresi berganda yang bebas dari unsur multikolineariti, heteroskedastisiti dan autokorelasi.

4.6.1 Ujian Normaliti

Ujian normaliti ditujukan bagi mengetahui distribusi data dalam pemboleh ubah yang digunakan dalam kajian ini. Data yang baik dan yang layak digunakan dalam kajian ini adalah data yang mempunyai distribusi normal. Ujian normaliti dengan menggunakan ujian normal Kolmogorof-Smirnov atau menggunakan rajah histogram distribusi normal.

4.6.2 Ujian Heteroskedastisiti

Tujuan ujian heteroskedastisiti bagi mengetahui apakah model regresi terjadi ketiksesuaian varians dari residual antara satu pengamatan dengan pengamatan yang lain. Jika signifikansi dapatan korelasi tersebut lebih kecil dari 5% maka persamaan regresi tersebut mengandung heteroskedastisiti. Jika nilai korelasinya lebih 5%, maka model regresi disebut terjadi homokedastisiti.

³⁵⁴ Nachrowi, D.N & Usman.H, *Penggunaan Teknik Ekonometri*, Edisi Revisi, (Jakarta: Penerbit RajaGrafindo Persada, 2005), 55.

Heteroskedastisiti yang mana di uji dengan menggunakan ujian koefisien korelasi *Rank Sperman* yaitu mengkorelasi antara absolut residual dapatan regresi dengan semua variabel.

4.6.3 Ujian Autokorelasi

Autokorelasi adalah hubungan antara residual satu observasi dengan residual observasi lainnya. Autokorelasi lebih mudah timbul pada data yang bersifat siri masa, kerana berdasar sifatnya data masa sekarang dipengaruhi oleh data pada masa sebelumnya.

Tujuan ujian autokorelasi bagi mengetahui apakah dalam sebuah model regresi linier berganda mempunyai data semasa ($t=1$) yang berkorelasi dengan data period sebelumnya ($t-1$). Jika terjadi korelasi maka terjadi problem autokorelasi.

Bagi mendeteksi terjadinya autokorelasi dapat dilakukan dengan pengujian terhadap nilai ujian Durbin-Watson (Ujian DW) dengan ketentuan seperti berikut:

Jadual 4.1 : Durbin-Watson

Ada Korelasi Positif	Tidak dapat diputuskan	Tidak ada Autokorelasi	Tidak dapat diputuskan	Ada autokorelasi negatif
0	dl	du	4-du	4-dl
1 10	2	1 54	2 46	2 90
				4

Nilai d akan berada pada julat 0 hingga 4. Apabila d berada di antara 1,54 dan 2,46, maka tidak ada autokorelasi, dan bila nilai d ada diantara 0 hingga 1,10 dapat disimpulkan bahawa data mengandung autokorelasi positif.

Jadual 4.2: Nilai Durbin -Watson

Nilai Durbin- Watson	Kesimpulan
Kurang dari 1.08	Ada autokorelasi Positif
1.08 s/d 1.66	Tanpa kesimpulan
1.66 s/d 2.34	Tidak ada autokorelasi
2.34 s/d 2.92	Tanpa kesimpulan
Lebih dari 2.92	Ada korelasi Negatif

Sumber : Nachrowi & Usman (2005), Wing.W.W (2007)

4.6.4 Ujian Multikolineariti

Multikolinieriti adalah keadaan adanya hubungan linier antar pemboleh ubah bebas, kerana dalam regresi berganda menggunakan beberapa pemboleh ubah bebas. Keadaan terjadinya multikolinieriti ditunjukkan dengan pelbagai maklumat berikut:

Jika nilai R^2 tinggi (0,7 -1,0), tetapi pemboleh ubah bebas banyak yang tidak signifikan. Dengan menjumlah koefisien korelasi antar pemboleh ubah bebas. Jika koefisien korelasi antar pemboleh ubah bebas rendah maka tidak terjadi multikolinieriti.

- Menggunakan matriks korelasi antara pemboleh ubah bebas. Jika korelasi antar pemboleh ubah kuat ($> 0,70$) menjadi dugaan kuat adanya multikolinieriti
- VIF (Variance Inflation Factor) dan Tolerance Value (TOL)

Jika $R^2 = 0$, atau antar pemboleh ubah mana ubah bebas tidak berkorelasi, maka nilai VIF = 1

Jika $R^2 \neq 0$, atau ada korelasi antar pemboleh ubah bebas, maka nilai VIF > 1

4.7 Ujian Keurgenan Statistik (*Statistical Significance Testing*)

4.7.1 Ujian Statistik F (F-Test)

Ujian F digunakan bagi menguji apakah beberapa pemboleh ubah tidak bersandar (*independent variable*) mempunyai pengaruh yang bererti terhadap pemboleh ubah bersandar (*dependent variable*).

Ujian F ini dilakukan dengan perbandingan antara F-Hitung dengan F-Tabel kadar keurgenan $\alpha = 5\%$. Jika F-hitung lebih besar dengan F-tabel maka hipotesis nol (H_0) ditolak dan hipotesis alternatif (H_a) diterima. Ertinya, terdapat pengaruh yang bererti antara pemboleh ubah bersandar dengan pemboleh ubah yang tidak bersandar.

4.7.2 Ujian Statistik T (T-Test)

Ujian t digunakan bagi menguji apakah satu pemboleh ubah tidak bersandar mempunyai pengaruh yang bererti terhadap pemboleh ubah bersandar (*dependent variable*).

Ujian t ini dilakukan dengan perbandingan antara t- hitung dengan t-tabel kadar keurgenan $\alpha = 5\%$. Jika t-hitung lebih besar dengan t-tabel maka hipotesis nol (H_0) ditolak dan hipotesis alternatif (H_a) diterima. Ertinya, terdapat pengaruh yang bererti antara pemboleh ubah bersandar dengan pemboleh ubah yang tidak bersandar.

4.8. Pemboleh ubah Kajian

Pada kajian ini ada dua pemboleh ubah utama, iaitu; risiko dan pulangan yang dihadapi pelabur sama ada sukuk Muḍārabah dan Sukuk Ijārah. Selanjutnya risiko sukuk ini dibezakan menjadi beberapa jenis risiko yang dihadapi sukuk. Risiko ini akan mempengaruhi kadar pulangan sukuk.

Pemboleh ubah risiko ini adalah risiko kredit, risiko kadar faedah, risiko kematangan, risiko inflasi, risiko kecairan, dan risiko kadar pulangan sukuk. Setelah

data mengenai keseluruhan risiko tersedia maka akan dianalisis dengan metod regresi berganda.

Data sukuk Muḍārabah dan Sukuk Ijārah yang dianalisis berkaitan dengan nilai nominal, kode/siri sukuk, penerbit, tarikh penerbitan, nilai nominal sukuk, tarikh tempoh matang, penarafan, harga perdagangan sukuk terakhir tiap hari pada period kajian, data harian harga pasaran dan harga patut sukuk, dan kadar pembayaran berkongsi keuntungan sukuk Muḍārabah dan *fee* bagi sukuk Ijārah selama period kajian.

Dari data tersebut akan dikira kadar pulangan sukuk ijārah dan muḍārabah dengan menggunakan *current yield*, nominal yield dan *yield to maturity*. Selanjutnya menjumlah risiko kredit dan risiko kadar faedah dengan menggunakan hubungan dan konveksiti bagi semua sukuk ijārah dan sukuk muḍārabah yang menjadi sampel kajian ini. Setelah itu dilakukan pengujian dengan dengan alat analisis Independent Test, yang tujuannya bagi menarik kesimpulan apakah ada perbezaan yang bererti (*signifikan*) antara pulangan dan risiko pada sukuk Ijārah dan sukuk Muḍārabah yang diterbitkan di Pasaran Modal Indonesia.

4.9 Kesimpulan

Populasi dalam kajian ini adalah keseluruhan Sukuk Ijārah dan Sukuk Muḍārabah yang diterbitkan pada tahun 2010 oleh syarikat yang masih beredar (*outstanding*) hingga akhir tahun 2014. Dikernakan jumlah penerbitan sukuk oleh syarikat masih terhad yakni 48 sukuk termasuk sukuk Ijārah dan sukuk Muḍārabah maka keseluruhan populasi dijadikan sampel, sehingga kajian ini menggunakan metod bancian.

Teknik pengumpulan data menggunakan teknik *purposive sampling*, dan syarikat yang dijadikan sampel dalam kajian ini adalah semua syarikat yang menerbitkan sukuk Ijārah dan Muḍārabah di Pasaran Modal Indonesia.

Pada kajian ini, data yang digunakan adalah data sekunder yang diambil dari pelbagai sumber, seperti buku-buku, dapatan kajian, jurnal, laporan kewangan syarikat, brosur, akhbar, serta dari internet. Setelah data tersedia, kemudian dianalisis dalam bentuk jadual, rajah atau lainnya. Tahap selanjutnya dilakukan analisis *independent t test* bagi menguji perbezaan risiko dan pulangan antara sukuk Ijārah dan Sukuk Muḍārabah.

Terakhir dilakukan analisis regresi berganda yang bertujuan bagi mengetahui pengaruh pelbagai risiko sukuk terhadap pulangan sukuk yang terbit di Pasaran Modal Indonesia.

BAB 5: AMALAN SUKUK IJĀRAH DAN SUKUK MUḌĀRABAH DI INDONESIA

5.1 Pendahuluan

Pada bab ini, akan diuraikan Undang-Undang dan Garis Panduan Sukuk di Indonesia, mekanisme penerbitan sukuk, pihak-pihak yang berkait dengan penerbitan sukuk, struktur Sukuk Ijārah dan struktur sukuk Muḍārabah, Institusi Penerbit Sukuk, penarapan Sukuk serta perkembangan sukuk Ijārah dan Sukuk Muḍārabah di Pasaran Modal Indonesia.

5.2. Undang-Undang dan Garis Panduan Sukuk di Indonesia

Garis panduan penerbitan sukuk di Pasaran Modal Indonesia, merujuk pada beberapa peraturan perundang-undangan yang menjadi rujukan dalam amalannya penerbitan dan perdagangan Sukuk, iaitu:

1. Undang-Undang No.8 Tahun 1995 tentang Pasaran Modal
2. Peraturan Bapepam-LK Nomor. II.K.1 tentang Kriteria dan Penerbitan Daftar Efek Syariah
3. Peraturan Bapepam-LK Nomor. IX.A.13 tentang Penerbitan Penerbitan Efek Syariah
4. Peraturan Bapepam-LK Nomor. IX.A.14 tentang Akad-akad yang digunakan dalam Penerbitan Efek Syariah
5. Peraturan Bapepam-LK Nomor. III.A.10 tentang Transaksi Efek
6. Fatwa DSN-MUI dalam Fatwa Nomor 32 tahun 2002 tentang Bon Syariah.
7. Fatwa DSN-MUI dalam Fatwa Nomor 33 tahun 2002 tentang Bon Syariah Muḍārabah.
8. Fatwa DSN-MUI dalam Fatwa Nomor 41 tahun 2004 tentang Bon

Syariah Ijārah

9. Fatwa DSN-MUI dalam Fatwa Nomor 80 tahun 2011 tentang Penerapan Prinsip Syariah dalam Mekanisme Perdagangan Efek bersifat ekuitas di Pasaran Reguler Bursa Efek.

Merujuk pada Peraturan Bapepam-LK Nomor IX.A.13 tentang Penerbitan Efek Syariah, sukuk adalah efek syariah berupa sijil atau bukti pemilikan yang bernilai sama dan mewakili bahagian yang tidak tertentu (tidak terpisahkan atau tidak terbahagi (*syuyu' undivided share*)) atas: 1) aset berwujud tertentu (*a'yan maujudat*); 2) nilai manfaat atas aset berwujud (*manafiul a'yan*) tertentu baik yang sudah ada mahupun yang akan ada; 3) perkhidmatan (*al khadamat*) yang sudah ada mahupun yang akan ada; 4) aset projek tertentu (*maujudat masyru' mu'ayyan*); dan/atau 5) aktiviti pelabur yang telah ditentukan (*nasyath ististmarin khashah*).

Fatwa DSN-MUI Nomor 32 tahun 2002 tentang bon Islam, pengertian bon Islam adalah sesuatu sijil jangka panjang berasaskan prinsip syariah yang dikeluarkan syarikat kepada pemegang bon Islam yang mewajibkan syarikat bagi membayar pulangan kepada pemegang bon Islam berupa bagi hasil/margin/fee serta membayar kembali dana bon Islam pada saat tempoh matang.

Dari pengertian tersebut dapat disimpulkan bahawa bon Islam atau sukuk merupakan bukti pemilikan atau bukti kerja sama yang mempunyai pengertian lebih luas dari pada pengertian bon, tertakluk kepada akad yang digunakan pada penerbitan sukuk tersebut. Selain itu, perbezaan dengan penerbitan bon, bahawa dalam setiap penerbitan sukuk wajib ada aset pendasar (*underlying aset*).

Berasaskan Fatwa DSN-MUI Nomor 32 tahun 2002 tentang bon Islam menyatakan bahawa akad yang dapat digunakan dalam penerbitan bon Islam antara lain adalah akad *muḍārabah*, *musyārakah*, *murābahah*, *salam*, *istiṣna'*, dan *ijārah*.

Di Indonesia, istilah yang digunakan bagi bon Islam dikenali dengan bon syariah. Bon syariah (*Islamic Bond*) pertama kali digunakan manakala penerbitan bon syariah Indosat pada tahun 2002 yang mengacu pada Fatwa Nomor 32 tahun 2002 tentang Bon Syariah yang difatwakan oleh DSN-MUI.

Pada tahun 2006, dengan diterbitkannya Peraturan Bapepam-LK Nomor IX.A.13 tentang Penerbitan Efek Syariah maka penggunaan istilah bon syariah di Pasaran Modal Indonesia diganti dengan istilah sukuk. Perdagangan sukuk di pasaran sekunder juga telah diatur dalam Garis panduan Syariah The Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI) dengan mengklompokkan sukuk menjadi Sukuk yang dapat diperdagangkan (*tradable*) dan sukuk yang tidak dapat diperdagangkan (*non tradable*).

Klasifikasi sukuk berasaskan jual beli di pasaran sekunder, adalah :³⁵⁵

- Sukuk yang dapat diperniagakan (*tradable*) pada pasaran sekunder, iaitu: Sukuk Mudharbah, Sukuk Musyārah, dan Sukuk Ijārah
- Sukuk yang tidak dapat diperniagakan (*non tradable*) pada pasaran sekunder, iaitu: Sukuk Murābahah, Sukuk Salam, Sukuk Istisna'', Sukuk Manfaat, Sukuk Intifa'dan Sukuk ijārah al- khadamat, aset pendasarnya berupa perkhidmatan, sehingga semua sukuk al-khadamat sudah melambangkan pulangan dalam bentuk wang, bukan aset ijārah.
- Bila ditinjau dari sejarah timbulnya sukuk, maka sukuk muḍārabah adalah bon Islam pertama yang dikonsep serta diamalkan oleh pelbagai kerajaan dan syarikat. Semasa itu, para ahli ekonomi Islam masih menjana-cari format yang cocok bagi bon Islam, manakala model sukuk yang sesuai dan mudah diterima pasaran modal adalah sukuk Ijārah dan sukuk Musyārah kerana ia lebih likuid atau mempunyai tingkat *negotiable* tinggi dipasaran sekunder. Manakala, pada

³⁵⁵Fatwa Dewan Syariah Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutiona (AAOIFI) No. 17 Tahun 2003, Bahagian:5, Pasal 2, Tentang hukum peredaran sukuk. Sumber <http://www.islamfeqh.com> dalam Alimin (2010), 39,

hakikatnya setiap jenis sukuk tersebut mempunyai keunggulan dan kekurangan.³⁵⁶

5.3. Pihak-Pihak yang Terlibat dalam Penerbitan Sukuk

Bagi menerbitkan sukuk terdapat beberapa pihak yang terlibat yang saling berkaitan satu dengan lainnya.³⁵⁷

- Penerbit adalah pihak yang bertanggung jawab atas pembayaran pulangan dan nilai nominal sukuk yang diterbitkan hingga dengan tempoh matang. Dalam penerbitan Sovereign sukuk, penerbitnya adalah kerajaan dan sukuk korporat penerbitnya syarikat

- Pelabur

Pelabur adalah pemegang sukuk mempunyai hak atas pulangan, margin, dan nilai nominal sukuk sesuai partisipasi masing-masing. Pelabur yang dimaksud yang mana Islamic Pelabur atau conventional Pelabur.

- *Special Purpose Vehicle* (SPV)

Special Purpose Vehicle adalah badan hukum yang didirikan khusus bagi penerbitan sukuk. *Special Purpose Vehicle* (SPV) mempunyai fungsi:

- Seperti Penerbit sukuk
- Menjadi *counterpart* kerajaan atau syarikat dalam transaksi pengalihan aset
- Bertindak seperti wali amanat (*trustee*) bagi mewakili keurgenan pelabur.

- Wali amanat (*trustee*)

Wali amanat (*trustee*) mewakili keurgenan pembeli sukuk, wali amanat melakukan penilaian terhadap syarikat yang akan menerbitkan Sukuk.

³⁵⁶ *Ibid*

³⁵⁷ Tanya Jawab Surat Berharga Syariah Kerajaan (Sukuk Kerajaan): Instrumen Kewangan Berbasis Syariah, Juni 2010, Jakarta: www.dmo.or.id, diekses 20 Desember 2010

Penilaian tersebut bagi meminimalkan risiko yang akan di tanggung penerbit.

- *Appraiser* adalah syarikat yang melakukan penilaian terhadap aset tetap syarikat yang akan melakukan emisi, bagi memperoleh nilai yang dipandang patut.
- *Custody* menyelenggarakan aktiviti penitipan, bertanggung jawab bagi menyimpan efek milik pemegang rekening dan memenuhi kewajiban lain sesuai dengan kontrak antara kustodian dan pemegang rekening (*account*). Kustodian terdiri dari Institusi Penyimpanan dan Penyelesaian, Syarikat Efek, dan Bank Awam yang telah memperoleh persetujuan Bapepam.
- Penasihat syariah (*Shariah Advisor*)

Penerbitan Sukuk mesti terlebih dahulu mendapati pernyataan kesesuaian terhadap prinsip-prinsip syariah (*syariah compliance endorsement*) atas sukuk yang diterbitkan bagi meyakinkan pelabur bahawa sukuk telah distruktur bersesuaian dengan prinsip syariah.

Bagi penerbitan sukuk di dalam Negeri, *syariah compliance endorsement* dapat dimintakan kepada Dewan Syariah Nasional-MUI. Bagi penerbitan sukuk International, diperlukan *endorsement* dari ahli /institusi syariah yang diakui institusi syariah International, misalnya IIFM.³⁵⁸

- Pengurus pelaburan (*Arranger*)

Pengurus pelaburan merupakan pihak yang mengelola dana yang dititipkan bagi dilaburkan di Pasaran Modal.

³⁵⁸ Tanya Jawab Surat Berharga Syariah Kerajaan (Sukuk Kerajaan): Instrumen Kewangan Berbasis Syariah, Juni 2010, Jakarta: www.dmo.or.id, diakses 20 Desember 2010

5.4 Struktur dan Mekanisme Penerbitan Sukuk Ijārah di Indonesia

Pada tahun 2002, Indonesia pertama kali menerbitkan bon Islam dengan menggunakan akan Muḍārabah yang diterbitkan oleh PT. Indosat dan pada tahun 2004 PT. Matahari Putra Prima menerbitkan Bon Syariah Ijārah. Selanjutnya, pada tahun 2007, istilah Bon Syariah berubah menjadi "Sukuk" dengan diterbitkannya Sukuk Ijārah Indosat II tahun 2007.

5.4.1 Struktur Sukuk Ijārah

Sukuk Ijārah adalah sukuk yang menggunakan akad Ijārah yaitu mengambil manfaat dari objek yang diurus niagakan melalui penguasaan sementara atau penyewaan objek yang memberikan manfaat tertentu dengan membayar pulangan kepada pemilik objek. Jadi pada akad Ijārah disertai dengan adanya perpindahan manfaat tetapi tidak terjadi perpindahan kepemilikan. Secara sederhana makna Sukuk al Ijārah adalah jual (*lease*) dan sewa kembali (*lease back*).³⁵⁹

Ketentuan akad Ijārah seperti berikut:³⁶⁰

- Objeknya dapat berupa barangan (harta fizikal yang bergerak, tak bergerak, harta perdagangan) mahupun berupa perkhidmatan.
- Manfaat dari objek dan nilai manfaat tersebut diketahui dan disepakati oleh kedua belah pihak.
- Ruang lingkup dan tempoh matang pemakaiannya mesti dinyatakan secara spesifik.
- Penyewa mesti membahagi dapatan manfaat yang diperolehnya dalam bentuk imbalan sewa.
- Penyewa mesti menjaga objek agar manfaat diberikan oleh objek tetap terjaga.

³⁵⁹ Fatwa Dewan Syariah (DSN): No. 41/DSN-MUI/III/2004 Tentang Bon Syari'ah Ijārah

³⁶⁰ Fatwa DSN-MUI Nomor 15/DSN-MUI/IX/2000 Tentang Prinsip Distribusi Dapatan Usaha dalam Institusi Kewangan Syariah

- Pembeli sewa mestilah pemilik mutlak

Penerbitan sukuk *ijārah*, melibatkan tiga pihak, yakni: pelabur seperti penyewa (*musta'jir*), syarikat seperti wakil pelabur (*al-wakil*) dan *property owner* seperti yang menyewakan (*mu'jir*). Manakala mekanisme penerbitan sukuk *Ijārah* melalui dua tahap:

Pertama, melakukan dua kali transaksi antara pelabur dengan syarikat (*issuer*), yang mana pelabur mewakilkan dirinya kepada syarikat dengan akad wakalah, bagi melakukan transaksi sewa menyewa dengan *property owner* dengan akad *Ijārah*. Kedua, setelah pelabur memperoleh hak sewa, maka pelabur menyewakan kembali objek sewa tersebut kepada syarikat penerbit sukuk. Atas asas urus niaga sewa menyewa tersebut maka diterbitkanlah sijil jangka panjang dengan jenis sukuk *Ijārah*. Atas penerbitan itu syarikat wajib membayar pulangan kepada pelabur berupa *fee* serta membayar kembali dana sukuk pada saat tempoh matang.

Penerbitan Sukuk *Ijārah* mesti merujuk ketentuan khusus yang tercantum dalam Fawa DSN-MUI No.41/DSN-MUI/III/2004 semenjak pasal 4 hingga pasal 9, yaitu:³⁶¹

- Syarikat (Syarikat penerbit sukuk) dalam kedudukannya seperti penerbit bon dapat mengeluarkan Sukuk *Ijārah* sama ada aset yang telah wujud mahupun aset yang akan diwujudkan bagi disewakan.
- Pemegang Sukuk *Ijārah* seperti pemilik aset (*a'yan*) atau manfaat (*manafi'*) dalam menyewakan (*ijārah*) aset atau manfaat yang menjadi haknya kepada pihak lain dilakukan melalui syarikat seperti wakil
- Syarikat yang bertindak seperti wakil pemegang Sukuk *Ijārah* dapat menyewakan bagi dirinya sendiri atau menyewakan kepada pihak lain.

³⁶¹Fatwa Dewan Syariah (DSN): No. 41/DSN-MUI/III/2004 Tentang Bon Syari'ah *Ijārah*

- Dalam hal syarikat yang bertindak seperti penyewa bagi dirinya sendiri, maka syarikat wajib membayar sewa dalam jumlah dan waktu yang disepakati seperti pulangan seperti mana jika penyewa dilakukan pihak lain.
- Pengawasan aspek syariah dilakukan oleh Dewan Pengawas Syariah atau tim ahli Syariah yang ditunjuk oleh DSN-MUI, sejak proses emisi Sukuk Ijārah dimulai.
- Pemilikan Sukuk Ijārah dapat dialihkan kepada pihak lain, selama disepakati akad.

Struktur sukuk Ijārah ditinjau dari aspek akad yang digunakan dalam menerbitkan sukuk, digolongkan menjadi tujuh, iaitu:³⁶²

- Sukuk pemilikan aset berwujud yang disewakan (terjadi perpindahan milik), disebut juga Ijārah Muntahiyah Bit Tamlik (IMBT) atau Ijārah wa Iqtina’
- Sukuk pemilikan hak manfaat (manafi’), yang dikenali dengan nama Sukuk Ijārah
- Sukuk pemilikan perkhidmatan (Ijārah al-khadamat), akad Ijārah atas penyediaan sesuatu perkhidmatan tertentu. Surat Berharga Syariah Kerajaan (SBSN) Ijārah al-khadamat yang menggunakan perkhidmatan layanan haji seperti *underlying transaction*.
- Ijārah Aset to be Leased: akad Ijārah yang objek sewanya sudah ditentukan spesifikasinya, dan sebahagian objek Ijārah sudah tersedia pada saat akad dilaksanakan, tetapi penyerahan keseluruhan objek Ijārah dilakukan pada masa yang akan datang bersesuaian dengan kesepakatan pihak penerbit dan pihak pelabur.

³⁶²Tanya Jawab Surat Berharga Syariah Kerajaan (Sukuk Kerajaan): Instrumen Kewangan Berbasis Syariah, (Juni 2010), Jakarta: www.dmo.or.id dan Daftar Istilah Terkait Surat Berharga Syariah Kerajaan (SBSN)/ Sukuk Kerajaan, diekses 20 Desember 2010

- Surat Berharga Syariah Kerajaan (SBSN) *Ijārah Aset to be Leased* adalah sekuriti kerajaan yang diterbitkan berasaskan prinsip syariah, seperti bukti pemilikan atas bahagian dari aset SBSN yang menjadi objek Ijārah, sama ada yang sudah ada mahupun yang akan ada.
- *Ijārah Headlease and Sublease*: Penribitan sukuk yang mana pihak pertama selaku pemilik menyewakan sesuatu aset (*headlease*) bagi kemudian oleh penyewa aset disewakan kembali kepada pemilik (*sublease*). Tempoh matang *headlease* mesti lebih panjang berbanding dengan tempoh matang *sublease*.
- Ijārah Mawshufah fi Dzimmah: sewa atas manfaat barangan atau perkhidmatan yang penyediaannya ditanggung oleh pemberi sewa (pemberi sewa berjanji atau menjamin akan menyediakan objek ijārah dengan spesifikasi tertentu dalam tempoh matang tertentu).
- Ijārah Sale and Lease Back: Jual beli sesuatu aset yang kemudian pembeli menyewakan aset tersebut kepada penjual. Akad yang digunakan adalah akad bai' dan akad ijārah yang dilaksanakan secara terpisah.

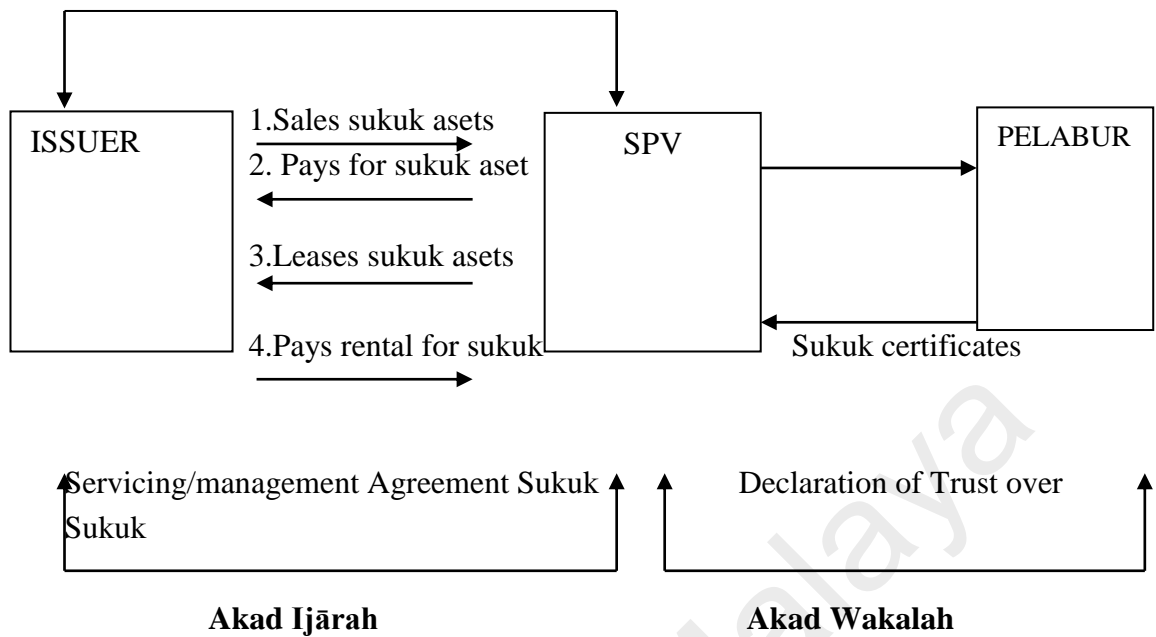
5.4.2 Mekanisme Penerbitan Sukuk Ijārah di Indonesia

Kerajaan atau korporat yang akan menerbitkan sukuk, mesti mengikuti aturan dan tahapan seperti berikut:

Mekanisme Sukuk Ijārah:

- Issuer (pemilik aset) menjual asetnya kepada Special PV
- SPV membayar aset sesuai harga yang ditetapkan
- Kemudian pihak originator menyewa kembali aset tersebut
- SPV menerima kos sewa dari originator
- SPV menerbitkan sukuk ijārah
- Pelabur membeli sukuk ijārah tersebut kepada SPV dan menerima pulangan dari dapatan sewa aset tersebut.

Rajah 5.1 Mekanisme Penerbitan Sukuk al Ijārah



Mekanisme Penerbitan Sukuk Ijārah melalui dua tahapan, yaitu:

Tahap I : Terdapat tiga pelaku yang terlibat dalam penerbitan sukuk Ijārah

- Pelabur seperti penyewa (musta'jir)
- SPV seperti wakil pelabur
- Property Owner (Originator) seperti yang menyewakan (Mu'jir)

Transaksi dilakukan melalui dua tahapan:

Transaksi 1 : Pelabur dengan Syarikat

Pelabur mewakilkan dirinya kepada syarikat dengan akad *wakalah* bagi melakukan transaksi sewa menyewa dengan *property owner* (syarikat) dengan akad *Ijārah*.

Transaksi :2

Syarikat seperti perwakilan pelabur melakukan transaksi sewa-menyewa dengan akad *Ijārah* dengan *property owner* (syarikat)

Tahap II : Setelah pelabur memperoleh hak atas sewa, maka selanjutnya pelabur menyewakan kembali objek sewa kepada syarikat seperti penyewa (musta'jir) . Atas

transaksi sewa menyewa tersebut maka diterbitkanlah sukuk yang mana syarikat wajib membayar pulangan kepada pelabur berupa *fee* serta membayar kembali dana sukuk pada saat tempoh matang. Sukuk tersebut mesti berupa manfaat yang dibolehkan oleh prinsip syariah.

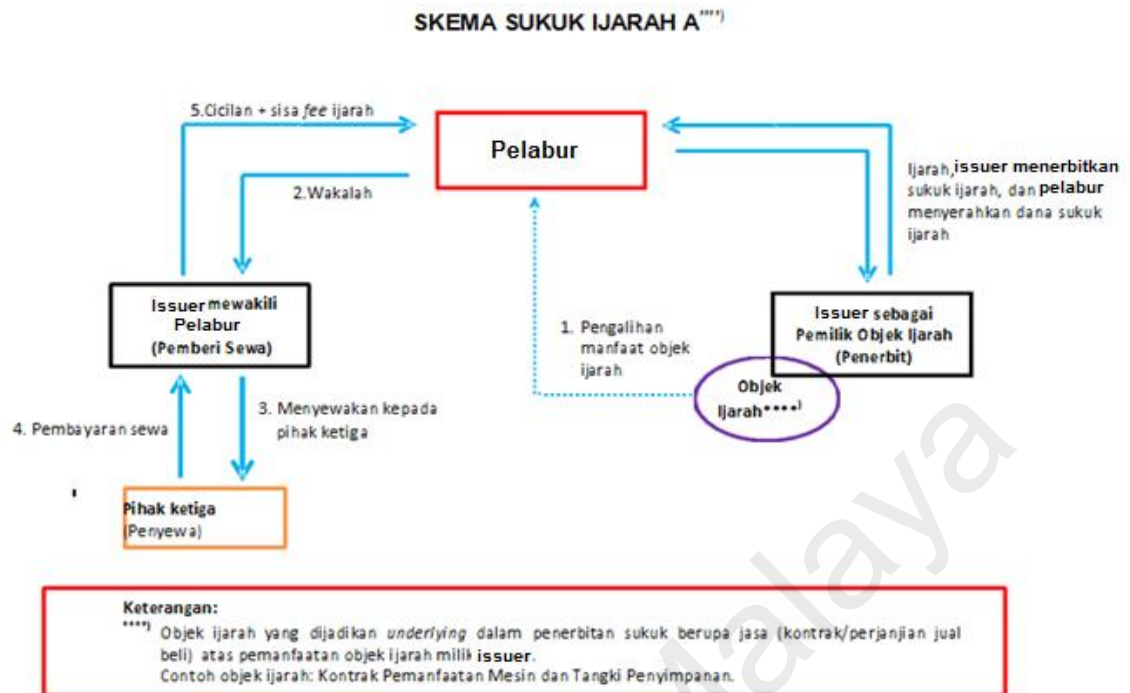
Penerbitan sukuk oleh SPV menggunakan kontrak baik *Ijārah*, *Musyārakah*, *Muḍārabah*, *Salam* mahupun sukuk *Istisna*. Penggunaan dan dalam amalannya kontrak tersebut masih terjadi perdebatan dikalangan ahli Fekah, terutama pemahaman fekah klasik dan fekah moden. Keadaan ini menyebabkan perbezaan pendapat ulama, risiko kepatuhan syariah dengan bentuk asas kontrak dalam fekah, atau risiko kepatuhan syariah.³⁶³

5.4.3 Amalan Penerbitan Sukuk *Ijārah* di Indonesia

Pengamalan penerbitan Sukuk *Ijārah* di Pasaran Modal Indonesia menggunakan pelbagai skema, iaitu skema A hingga skema G. Rajah 5.1 skema A yang digunakan dalam penerbitan Sukuk *Ijārah* Aneka Gas Industri I Tahun 2008.

³⁶³ Ibid, p. 280

Rajah 5.2: Skema Sukuk Ijarah



Keterangan:

Syarikat menerbitkan sukuk Ijarah dengan nilai tertentu yang didasarkan pada objek Ijarah tertentu, dan pada saat yang bersamaan pelabur menyerahkan sejumlah dana sebesar nilai sukuk ijarah kepada syarikat.

Penerbitan sukuk tersebut mempunyai struktur seperti berikut:

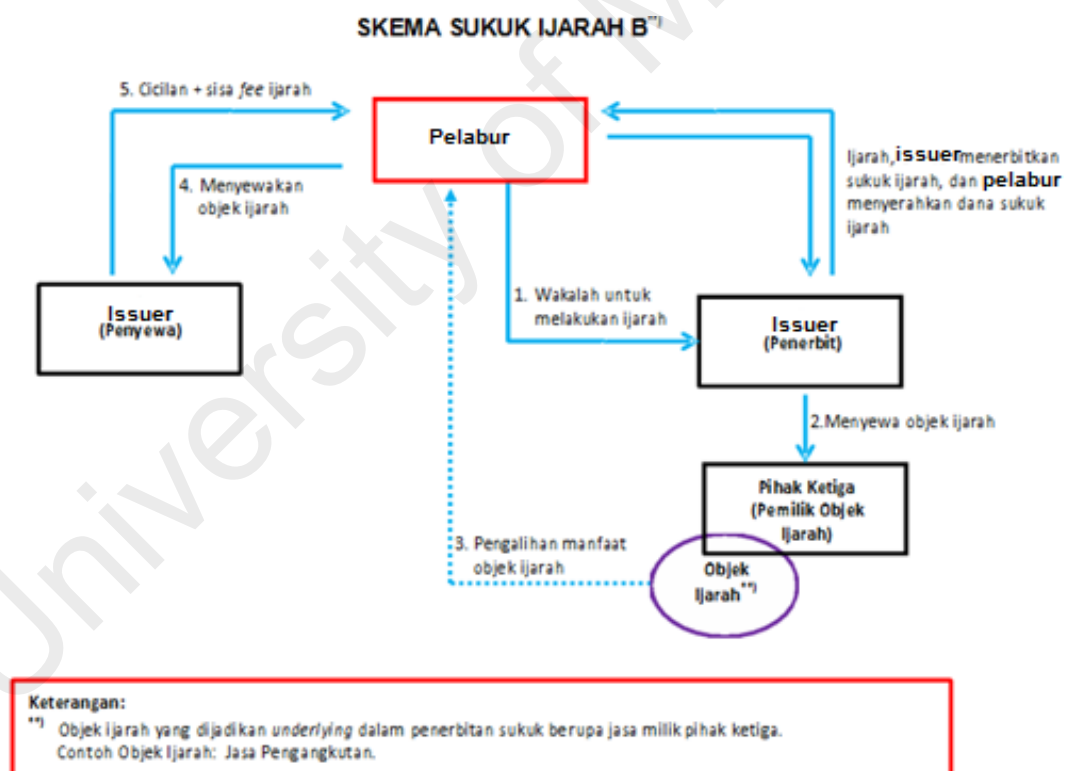
1. Atas penerbitan sukuk Ijarah tersebut, syarikat mengalihkan manfaat objek ijarah (berupa kontrak atau perjanjian jual beli atas pemanfaatan objek ijarah) kepada pelabur, dan pelabur yang diwakili wali amanat sukuk menerima manfaat objek Ijarah dari syarikat.
2. Pelabur yang diwakili wali amanat sukuk memberikan kuasa (akad wakalah) kepada syarikat bagi menyewakan objek Ijarah tersebut kepada pihak ketiga.
3. Syarikat selaku penerima kuasa dari pelabur bertindak seperti *mu'jir* (pemberi sewa) menyewakan objek Ijarah tersebut kepada pihak ketiga seperti *musta'jir* (penyewa).

4. Atas objek Ijārah yang disewa tersebut, pihak ketiga memberikan pembayaran sewa kepada syarikat.
5. Syarikat meneruskan pembayaran sewa yang diterima dari pihak ketiga kepada pelabur berupa iaura *fee ijārah* secara period sesuai dengan waktu yang diperjanjikan serta sisa *fee ijārah* pada tempoh matang sukuk.

Skema Sukuk Ijārah B

Syarikat yang menggunakan skema B dalam penerbitan sukuk Ijārah adalah PT. Salim Ivomas Pratama dan PT. Pupuk Kalimantan Timur, PT. Matahari Putra Prima Tbk, PT. PLN.

Rajah 5.3: Skema Sukuk Ijārah B



Sumber: Tim Penyusun Himpunan Skema Sukuk (2011)

Keterangan:

Syarikat menerbitkan sukuk Ijārah dengan nilai tertentu yang didasarkan pada objek Ijārah tertentu, dan pada saat yang bersamaan pelabur menyerahkan sejumlah

dana sebesar nilai sukuk Ijārah kepada syarikat.

Penerbitan sukuk tersebut mempunyai struktur seperti berikut:

1. Pelabur yang diwakili wali amanat sukuk memberikan kuasa (akad wakalah) kepada syarikat bagi menyewa objek Ijārah.
2. Syarikat selaku penerima kuasa dari pelabur, menyewa objek Ijārah dari pihak ketiga selaku pemilik objek Ijārah berupa *fixed aset* yang sudah tersedia dengan jenis aset dan spesifikasi yang pemilikan.
3. Atas penyewaan objek Ijārah tersebut, pihak ketiga mengalihkan manfaat atas objek ijārah kepada pelabur, dan pelabur yang diwakili wali amanat sukuk menerima manfaat objek Ijārah dari pihak ketiga.
4. Pelabur yang diwakili wali amanat sukuk bertindak seperti *mu'jir* (pemberi sewa) menyewakan objek Ijārah tersebut kepada penerbit seperti *musta'jir* (penyewa).
5. Atas objek Ijārah yang disewa tersebut, penerbit memberikan pembayaran sewa kepada pelabur berupa ansuran *fee ijārah* secara periodik sesuai dengan waktu yang diperjanjikan serta sisa *fee ijārah* pada saat tempoh matang.

Jadual 5.1: Model Akad Ijārah pada Penerbitan Sukuk Korporat

Model Akad Sukuk Ijārah	Syarikat penerbit sukuk	Aset Dasar (<i>Underlying Aset</i>)
Model A1	<ul style="list-style-type: none"> PT.Humpus Intermoda Transportasi (2004) PT.Apexindo Pratama Duta (2005) PT.PLN (2006,2009,2010) PT.Berlian Laju Tanker (2007,2009) PT.Indosat(2005,2007,2008, 2009) PT.Sumercon Agung (2008) PT.Metro Data Electronics (2008) 	Obyek Ijārah yang dijadikan aset dasar dalam penerbitan sukuk berupa aset tetap milik syarikat penerbit sukuk baik yang sudah ada dengan jenis aset dan spesifikasi yang pemilikan. Contoh objek Ijārah:Kapal Tanker dengan bobot mati tertentu,jaringan listrik dengan jenis,nilai dan spesifikasi tertentu, bangunan yang berfungsi seperti mall,sirkuit dengan kapasitas tertentu.
Model A2	<ul style="list-style-type: none"> PT.CSM Corporatama (2009) 	Aset tetap milik syarikat penerbit sukuk, yaitu sekumpulan aset tetap yang sudah ada mahupun belum wujud. Contoh objek Ijārah: Kendaraan
Model A3	<ul style="list-style-type: none"> PT.Aneka Gas Industri(2009) 	Objek Ijārah berupa perkhidmatan (kontrak /perjanjian jual beli) atas pemanfaatan objek ijārah milik syarikat penerbit sukuk . contoh: Mesin dan Tangki Penyimpanan
Model A4	<ul style="list-style-type: none"> PT.Mitra Adipertunaia (2009) 	Aset tetap milik syarikat penerbit sukuk, yaitu sekumpulan aset tetap yang sudah ada mahupun belum wujud. Contoh objek Ijārah: Kendaraan
Model B1	<ul style="list-style-type: none"> PT.Matahari Putra Prima (2004,2009) PT. PLN (2007) 	Aset tetap milik pihak ketiga yang sudah ada dengan jenis aset dan spesifikasi yang pemilikan. Contoh objek Ijārah:Mesin Pembangkit Listrik Tenaga Diesel, Rancangan Usaha.
Model B2	<ul style="list-style-type: none"> PT.Salim Ivomas Pratama (2009) PT.Pupuk Kalimantan Timur (2009) 	Obyek Ijārah yang dijadikan underlying aset dalam penerbitan sukuk berupa perkhidmatan milik pihak ketiga.Contoh: Perkhidmatan Pengangkutan
Model C	<ul style="list-style-type: none"> PT.Titan Petrokimia Nusantara(2010) 	Aset tetap milik syarikat penerbit sukuk, yaitu sekumpulan aset tetap yang sudah ada. Contoh objek: Tanah, Bangunan
Model D1	<ul style="list-style-type: none"> PT.Berlina (2004) 	Aset tetap milik syarikat penerbit sukuk, yaitu sekumpulan aset tetap yang sudah ada. Contoh objek: Tanah, Bangunan, Mesin.
Model D2	<ul style="list-style-type: none"> PT.Ricky Putra Globalindo (2005) 	Aset tetap yang akan dibeli syarikat penerbit sukuk, dengan menggunakan dana dapatan penawaran sukuk. Contoh objek: Tanah, Bangunan, Mesin
Model E	<ul style="list-style-type: none"> PT.Citra Sari Makmur (2004) 	Aset tetap milik syarikat penerbit sukuk, yaitu sekumpulan aset tetap yang sudah ada. Contoh objek: Peralatan Jaringan Telekomunitunaii.
Model F	<ul style="list-style-type: none"> PT.Sona Topas Tourism Industry (2004) 	Aset tetap milik anak syarikat yang sudah ada dengan jenis aset dan spesifikasi yang pemilikan. Contoh objek Ijārah: Mall.
Model G	<ul style="list-style-type: none"> PT.Bakrieland Development(2009) 	Aset tetap milik anak syarikat yang sudah ada dengan jenis aset dan spesifikasi yang pemilikan. Contoh objek Ijārah: Edutainment Mall.

Sumber: Tim Penyusun Himpunan Skema Sukuk (2011) & Andri.S (2014)

5.5 Struktur dan Mekanisme Penerbitan Sukuk Muḍārabah di Indonesia

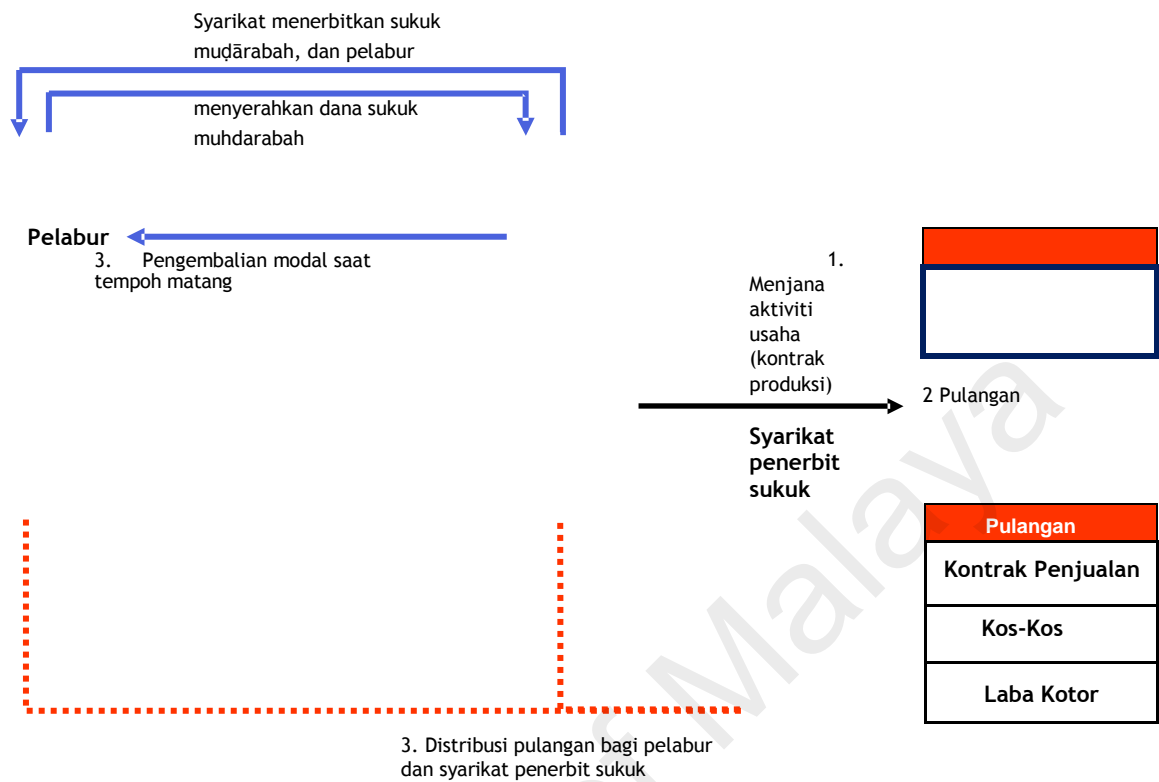
Merujuk Peraturan Bapepam-LK Nomor IX.A.14 tersebut, muḍārabah adalah perjanjian (akad) di mana pihak yang menyediakan dana (*shahib al-mal*) berjanji kepada pengelola usaha (*mudharib*) bagi menyerahkan modal, dan pengelola usaha (*mudharib*) berjanji bagi mengelola modal tersebut.

5.5.1 Struktur Sukuk Muḍārabah

Sukuk Muḍārabah adalah sekuriti yang menggunakan akad mudharabah yang diterbitkan oleh syarikat yang mewajibkan syarikat penerbit sukuk muḍārabah bagi membayar kupon bagi hasil yang berasal dari penggunaan dana kepada pembeli sukuk serta dilunasi semula manakala tempoh matang. Sukuk Muḍārabah diterbitkan berasaskan perjanjian atau akad muḍārabah, yang mana satu pihak menyediakan modal (*rab-al-maal/shahibul maal*) dan pihak lain menyediakan tenaga dan keahlian (*mudharib*), keuntungan dari kerja sama tersebut akan dibahagi berasaskan proporsi perbandingan (*nisbah*) yang disepakati sebelumnya. Kerugian yang timbul akan ditanggung sepenuhnya oleh pihak penyedia modal, sepanjang kerugian tersebut tidak ada unsur moral hazard.

Alasan yang mendasari pemilihan struktur Sukuk Muḍārabah, antara lain : (1) merupakan bentuk pembiayaan yang sesuai bagi pelabur dalam jumlah besar dan tempoh matangnya relatif panjang (2) sukuk Muḍārabah dapat digunakan bagi pembiayaan awam (*general financing*), seperti pembiayaan modal kerja (*capital expenditure*).

Rajah 5.4: Struktur Sukuk Muḍārabah



Keterangan:

Syarikat penerbit sukuk menerbitkan sukuk muḍārabah dengan nilai tertentu, dan pada saat yang bersamaan pelabur menyerahkan sejumlah dana sebesar nilai sukuk muḍārabah kepada syarikat penerbit sukuk.

Penerbitan sukuk tersebut mempunyai struktur seperti berikut:

1. Dana dapatan emisi sukuk dipergunakan oleh syarikat penerbit sukuk bagi penambahan kapasiti produksi dan modal kerja;
2. Dari aktiviti usaha (produksi) syarikat penerbit sukuk tersebut, diperolehi pulangan yang kemudian didistribusikan seperti pulangan bagi hasil;
3. Distribusi pulangan yang dibahagi hasilkan bagi pelabur dan syarikat penerbit sukuk berasal dari *gross profit* atau laba kotor dari nilai kontrak penjualan dalam satu period pengiraan dikurangi harga pokok penjualan yang diperolehi dalam satu period tersebut, sesuai dengan nisbah yang disepakati;
4. Pada saat tempoh matang, syarikat penerbit sukuk membayar kembali modal kepada pelabur sebesar nilai sukuk pada saat penerbitan.

5.5.2 Mekanisme Penerbitan Sukuk Muḍārabah di Indonesia

Pengertian sukuk Muḍārabah merujuk Fatwa Dewan Syariah (DSN): No.33/DSN-MUI/IV/2002 seperti berikut:³⁶⁴

Sukuk muḍārabah atau bon syariah muḍārabah adalah bon syariah yang menggunakan akad muḍārabah yaitu akad kerja sama antara pemilik modal (*shahibul maal*/ pelabur dan pengelola (*mudarib/syarikat penerbit sukuk*)).

Akad muḍārabah merupakan kongsi atau kerja sama antara pemilik modal dan pelaku usaha, sehingga membuat strukturnya memungkinkan bagi tidak menggunakan jaminan (*collateral*) atas aset yang tertentu.

Sukuk muḍārabah dibezakan menjadi dua, yakni: sukuk *muḍārabah mutlaqah* (*General Purpose*), komponen pulangan yang dijadikan rujukan bagi hasil mesti dinyatakan dengan pemilikan dalam akad sedangkan dana dari dapatan penerbitan

³⁶⁴ Fatwa DSN-MUI Nomor 33/DSN-MUI/IX/2002 Tentang Bon Syari'ah Mudharabah

sukuk penggunaannya tidak dibatasi hanya pada aktiviti usaha tertentu dari syarikat penerbit sukuk.

Pada sukuk muḍārabah muqayyadah (*special purpose*), komponen pulangan yang dibahagi hasilkan mesti berasal dari bisnis yang secara spesifik dibiayai, sedangkan dana dapatan penerbitan sukuk penggunaannya dibatasi hanya bagi aktiviti usaha (*business*) tertentu dari syarikat penerbit sukuk.

Akad Muḍārabah merupakan pencampuran kerja sama antara modal dan aktiviti bisnis, sehingga membuat strukturnya memungkinkan bagi tidak menggunakan jaminan (*collateral*) atas aset yang spesifik. Perbezaan dengan struktur sukuk yang menggunakan asas akad jual beli yang mensyaratkan jaminan atas aset yang didanai. Terdedah kepada regional dan global, dari penggunaan struktur muḍārabah dan *bay bithaman ajil* (BBA) menjadi muḍārabah dan ijarah.

Ketentuan atau mekanisme Sukuk Muḍārabah : 1) kontrak atau akad muḍārabah dicantumkan dalam perjanjian perwali amanatan. 2) rasio atau peratus bagi hasil (*nisbah*) dapat ditetapkan berasaskan komponen pulangan (*revenue-sharing*) atau keuntungan (*profit sharing*).

Manakala berasaskan fatwa No.15/DSN-MUI/IX/2000 bahawa yang lebih mashlahat adalah penggunaan *revenue sharing*. 3) Nisbah bagi hasil dapat ditetapkan secara tetap, meningkat atau menurun dengan mempertimbangkan proyeksi pulangan syarikat, tetapi sudah ditetapkan di awal kontrak. 4) pulangan berkongsi keuntungan merupakan jumlah pulangan yang dibahagi hasilkan yang menjadi hak dan oleh kerananya mesti dibayarkan oleh syarikat kepada pemegang sukuk. Bagi hasil keuntungan yang dihitung berasaskan perkalian antara nisbah pegang sukuk dengan keuntungan yang dibahagi hasilkan yang kuantitinya tercantum dalam laporan kewangan penyatuan syarikat. 5) pembahagian dapatan pulangan atau keuntungan dapat dilakukan secara berkala baik tahunan, semesteran, suku tahunan bahkan bulanan. 6)

kerana kadar pulangan bagi hasil akan ditentukan oleh prestasi sebenar (*actual*) syarikat, maka sukuk memberi pulangan *indikatif* tertentu.³⁶⁵

Sukuk yang diterbitkan syarikat di Indonesia menggunakan akad *ijārah* dan *muḍārabah*, manakala sukuk kerajaan menggunakan akad *ijārah* yang dikenali dengan Surat Berharga Syariah Kerajaan (SBSN). Sukuk Kerajaan yang dengan nilai nominal Rp 5 juta/sijil dikenali dengan istilah Sukuk Kerajaan Ritel (Sukri).

5.5.3 Amalan Penerbitan Sukuk Muḍārabah di Indonesia

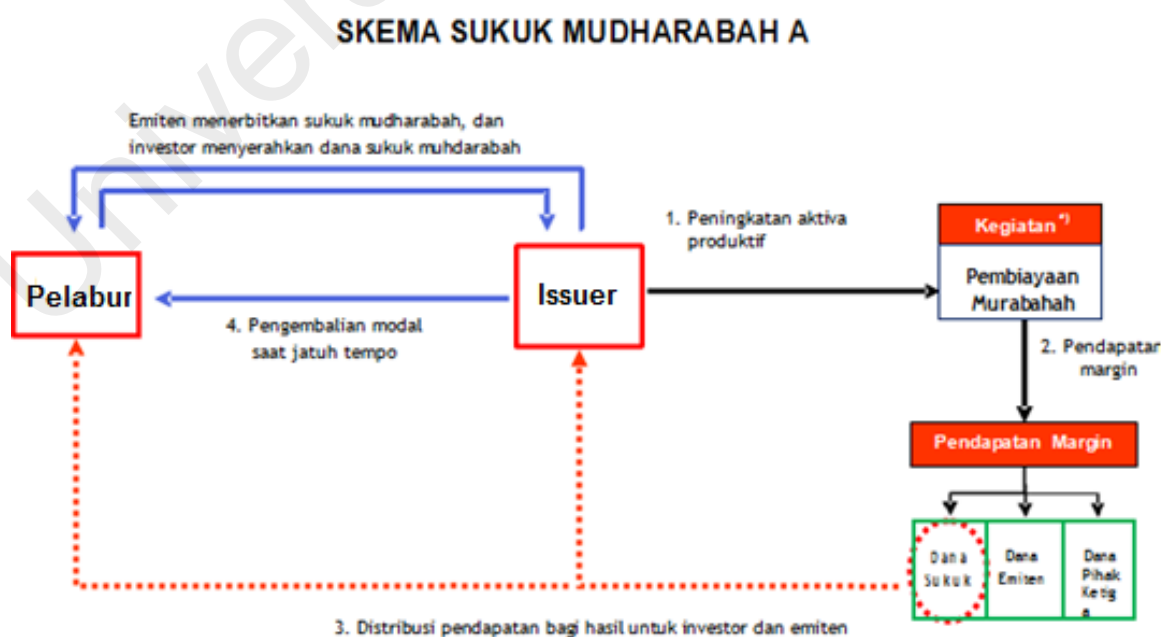
Sejak pertama kali Indonesia menerbitkan sukuk korporat pada tahun 2002 hingga Juli 2015 sudah mencecah 80 emisi sukuk, 41 sukuk masih beredar dengan nilai nominal Rp 8.284 milion, berbaki 39 sukuk sudah dilunasi dengan jumlah nilai Rp 6.039,4 milion. Akad yang digunakan bagi keseluruhan penerbitan sukuk korporat tersebut, hanya dua jenis akad, yakni akad *Ijārah* dan *Muḍārabah*.

Jumlah emisi sukuk terbanyak menggunakan akad *Ijārah* 53 dan berbaki 27 sukuk menggunakan akad *muḍārabah*. Sukuk *Muḍārabah* didominasi oleh sektor kewangan terutama perbankan syariah, sedangkan sukuk *Ijārah* diterbitkan oleh syarikat ritel, manufaktur, infrastruktur. Walaupun penerbitan sukuk syarikat di Indonesia baru menggunakan dua jenis akad sahaja, yakni akad *Ijārah* dan akad *Muḍārabah* manakala dalam amlannya, ternyata terdapat perbezaan struktur antara akad *Ijārah* satu *Ijārah* lainnya, begitu juga pada akad *muḍārabah*, tertakluk kepada keadaan masing-masing penerbit (syarikat penerbit sukuk), yaitu perzedaan aset dasar (*underlying aset*), penggunaan dana dapatan penerbitan sukuk serta akad paling memungkinkan bagi diterapkan pada saat penerbitan. Manakala penerbitan sukuk korporat baru mencecah empat puluh delapan penerbitan sukuk, yang berasal dari duapuluh delapan syarikat, yang menggunakan akad *Muḍārabah* terdapat tujuh struktur dan akad *Ijārah* menggunakan dua belas struktur sukuk.

³⁶⁵ Fatwa DSN-MUI Nomor15/DSN-MUI/IX/2000 Tentang Prinsip Distribusi Dapatan Usaha dalam Institusi Kewangan Syariah

Dalam menerbitkan sukuk muḍārabah di Indonesia tidak hanya menggunakan satu jenis skema sukuk, tetapi menggunakan tujuh jenis skema semenjak dari skema A hingga skema G. Syarikat yang menggunakan skema A dalam penerbitan sukuk muḍārabah adalah PT. Bank Syariah Mandiri, PT. Bank Muamalat Indonesia.Tbk. Pada Bank Syariah Mandiri, period pengiraan pulangan yang dibahagi hasilkan adalah yang diperolehi selama satu triwulanan. Besarnya nisbah berkongsi keuntungan bagi pelabur bersifat nisbah tunggal, yaitu 77,50% dari pulangan margin pembiayaan murābahah dengan portofolio pembiayaan sebesar dana sukuk. Pada Bank Muamalat Indonesia, period pengiraan pulangan yang dibahagi hasilkan adalah yang diperolehi selama satu triwulanan. Nisbah bagi hasil bagi pelabur bersifat multi nisbah, yaitu 17,17% tahun pertama hingga dengan tahun kelima dan 28,73% tahun keenam hingga dengan tahun ke sepuluh dari pulangan margin pembiayaan murābahah senilai 10 (sepuluh) kali dana sukuk. Sumber pembiayaan murābahah selain berasal dari dana dapatan penerbitan sukuk, juga berasal dari dana syarikat dan dana dari pihak ketiga atau pelabur.

Rajah 5.5: Skema Sukuk Muḍārabah A



Sumber: Tim Penyusun Himpunan Skema Sukuk (2011)

Keterangan:

Syarikat menerbitkan sukuk muḍārabah dengan nilai tertentu, dan pada saat yang bersamaan pelabur menyerahkan sejumlah dana sebesar nilai sukuk muḍārabah kepada syarikat.

Penerbitan sukuk tersebut mempunyai struktur seperti berikut:

1. Dana dapatan emisi sukuk dipergunakan bagi meningkatkan aktiva produktif yang akan disalurkan bagi pembiayaan murābahah;
2. Dari aktiviti usaha dalam bentuk pembiayaan murābahah kepada nasabah, diperolehi pulangan margin yang kemudian dipisahkan dan diagihkan sesuai dengan proporsi sumber dana pembiayaan murābahah yang berasal dari dana sukuk, dana syarikat dan dana pihak ketiga;
3. Pulangan *margin* yang berasal dari dana sukuk, didistribusikan seperti pulangan berkongsi keuntungan kepada pelabur dan syarikat penerbit sukuk dalam sesuatu period yang telah ditentukan sesuai dengan nisbah yang disepakati;
4. Pada saat tempoh matang, syarikat penerbit sukuk membayar kembali modal kepada pelabur sebesar nilai sukuk pada saat penerbitan.

Selain menggunakan skema A, penerbitan sukuk muḍārabah dapat menggunakan skema B. Syarikat yang menerbitkan sukuk muḍārabah dengan skema B adalah PT. Bank Pembangunan Daerah Sumatra Barat dan PT. Bukopin.

Rajah 5.6 : Skema Sukuk Muḍārabah B

SKEMA SUKUK MUDHARABAH B



Sumber: Tim Penyusun Himpunan Skema Sukuk (2011)

Penjelasan:

Syarikat yang menerbitkan sukuk muḍārabah dengan nilai tertentu, dan pada saat yang bersamaan pelabur menyerahkan sejumlah dana sebesar nilai sukuk muḍārabah kepada syarikat.

Penerbitan sukuk tersebut mempunyai struktur seperti berikut:

1. Dana dapatan emisi sukuk dipergunakan bagi pengembangan usaha bagi pembiayaan syariah yang dilakukan oleh Unit Usaha Syariah (UUS) syarikat;
2. Dari aktiviti usaha bagi pembiayaan murābahah kepada nasabah, diperoleh pulangan margin yang kemudian dipisahkan dan didistribusikan sesuai dengan proporsi sumber dana pembiayaan murābahah yang berasal dari dana sukuk, dana syarikat dan dana pihak luar;
3. Pulangan margin yang berasal dari dana sukuk, diagihkan seperti pulangan berkongsi keuntungan kepada pelabur dan syarikat dalam sesuatu period yang telah ditentukan sesuai dengan nisbah yang disepakati;
4. Pada saat tempoh matang, syarikat membayar kembali modal kepada pelabur

sebesar nilai sukuk pada saat penerbitan.

Jadual 5.2 : Model Akad Muḍārabah pada Penerbitan Sukuk Korporat

Model Akad Sukuk Muḍārabah	Syarikat penerbit sukuk	Aset Dasar (Underlying Aset)	Kadar pulangan	Tujuan Penggunaan Dana
Model A	<ul style="list-style-type: none"> PT.Bank Syariah Mandiri (2004) PT.Bank Muamalat Indonesia (2008) 	Pulangan Projek Pembiayaan aset murābahah.	Nisbah berkongsi keuntungan dari margin murābahah yang dipeloreh.	Meningkatkan aktiva produktif yang akan disalurkan bagi pembiayaan murābahah.
Model B	<ul style="list-style-type: none"> PT.BPD Sumatra Barat (2010) PT.Bank Bukopin (2003) 	Pulangan Projek Pembiayaan aset Murābahah dan aktiviti UUS lainnya.	Nisbah berkongsi keuntungan dari margin Murābahah yang dipeloreh	Bagi mengembangkan usaha berupa pembiayaan syariah yang dilakukan Unit Usaha Syariah syarikat penerbit sukuk.
Model C	<ul style="list-style-type: none"> PT.Mayora (2008) 	Pulangan Aktiviti Usaha (produksi/kontrak penjualan) syarikat penerbit sukuk.	Nisbah berkongsi keuntungan tunggal dari kontrak penjualan.	Bagi penambahan kapasiti produksi dan modal kerja.
Model D	<ul style="list-style-type: none"> PT.Cilandra Pertunaia (2003) 	Pulangan produksi /kontrak penjualan anak syarikat	Nisbah berkongsi keuntungan tunggal dari pulangan anak syarikat.	Bagi pembangunan pabrik anak syarikat.
Model E	<ul style="list-style-type: none"> PT. Perkebunan KerajaanVII (2004) 	Pulangan penjualan komoditas	Nisbah berkongsi keuntungan bersifat multinisbah (menurun) dari pulangan penjualan komoditas dikurangi kos.	Bagi peningkatan kapasiti produksi dan wadah pendukung.
Model F	<ul style="list-style-type: none"> PT.Adhi Karya(2007) 	Pulangan projek kerja sama penjualan usaha perkhidmatan konstruksi atas satu atau lebih projek yang sedang dan akan dikerjakan	Nisbah berkongsi keuntungan tunggal dari laba kotor dari pulangan projek.	Bagi modal penyelesaian projek projek yang sedang dan akan dikerjakan.
Model G	<ul style="list-style-type: none"> PT.Indosat(2002) PT.Berlian Laju Tanker (2003) 	Pulangan yang diperolehi atas pengoperasian objek (satelit dan kapal tanker)	Nisbah berkongsi keuntungan dari pulangan yang diperolehi atas pengoperasian objek	Bagi mengembangkan usaha bisnis syarikat penerbit sukuk.

Sumber: Tim Penyusun Himpunan Skema Sukuk (2011) & Andri.S (2014)

5.6 Penarafan Sukuk

Sebelum melakukan penerbitan Sukuk atau Bon Islam, pihak penerbit mesti melakukan penarafan atas sukuk atau bon yang akan diterbitkan. Penarafan ini akan bermanfaat bagi syarikat penerbit sukuk juga bagi pelabur. Di Indonesia, penarafan ini dilaksanakan oleh syarikat penarafan, seperti Syarikat Pemeringkat Efek Indonesia (PEFINDO), Moody's serta S&P.

5.6.1 Manfaat Penarafan bagi Penerbit dan Pelabur

Manakala manfaat penarafan ini bagi penerbit, iaitu:³⁶⁶

- **Maklumat Kedudukan Bisnis.**

Dengan melakukan penarafan, pihak penerbit sukuk akan dapat mengetahui posisi bisnis dan dapatan usahanya berbanding dengan syarikat sejenisnya.

- **Menentukan Struktur Sukuk**

Setelah diketahui keunggulan dan kelemahan manajemen, dapat ditentukan beberapa syarat atau struktur sukuk yang mencakupi kadar faedah, jenis bon atau sukuk, tempoh matang, jumlah pelepasan sukuk serta pelbagai struktur pendukung lainnya.

- **Mendukung Pendapatan Usaha**

Apabila penerbit mendapati penarafan yang cukup bagus maka kewajipan menyediakan jaminan pinjaman (*sinking fund*) dapat dijadikan alternatif pembiayaan.

- **Wadah pemasaran**

Dengan mendapat penarafan yang bagus, daya tarik syarikat bagi pelabur dapat meningkat. Oleh kerananya, adanya penarapan dapat membantu sistem pemasaran bon atau sukuk tersebut supaya lebih menarik.

³⁶⁶ Sapto Rahardjo (2003), Panduan Investasi Bon, Penerbit PT Gramedia, Jakarta, 101

- **Menjaga kepercayaan pelabur.**

Dapatan penarafan yang independen akan membuat pelabur merasa lebih aman, sehingga kepercayaan pelabur dapat terjaga.

Manakala manfaat penarafan bagi pelabur, antara lain:³⁶⁷

- **Maklumat risiko pelaburan**

Tujuan utama melakukan pelaburan bagi meminimalkan risiko serta mendapat pulangan yang maksimal. Oleh itu, dengan adanya “penarafan bon dan sukuk” dijangkakan maklumat risiko dapat diketahui lebih pemilikan posisinya.

- **Wadah pelaburan**

Pelabur akan dengan mudah mengambil keputusan melakukan pelaburan berasaskan penarafan keuntungan niaga penerbit sukuk tersebut. Oleh kerananya pelabur dapat melakukan strategi pelaburan pada waktu yang tepat bagi membeli atau menjual sukuk sesuai dengan perencanaannya.

- **Perbandingan**

Hasil penarafan akan dijadikan pedoman dalam perbandingan antara risiko bon atau sukuk yang akan dibeli. Dalam pelaburan pada sukuk, selain risiko keuntungan atau pulangan yang dijangkakan, pelabur juga menghadapi risiko kemungkiran sukuk.

Bagi mengurangi risiko sukuk, maka diperlukan pihak ketiga seperti penyedia maklumat tentang keuntungan usaha, pengurusan syarikat, aktiviti bisnis, dan keadaan syarikat dalam menerbitkan bon atau sukuk tersebut. Institusi yang memberikan penilaian dan penilaian atas keuntungan syarikat disebut institusi penarafan.

Institusi ini bertugas bagi melakukan penilaian dan menganalisis atas kemungkinan kemungkiran pembayaran hutang syarikat kepada pembeli bon atau sukuk.

³⁶⁷ Ibid., 100

Penarafan adalah sesuatu penilaian yang merupakan garis panduan atas kemampuan sesuatu kerajaan atau syarikat dalam membayar hutang-hutangnya.

Beberapa institusi penarafan Internasional antara lain S&P Corporation serta Moody's Investor Service dan Fitch Rating, *Indonesia Credit Rating Agency* (ICRA).

5.6.2 Klasifikasi Penarafan Sukuk

Di Indonesia, institusi yang mendapat izin memberikan penarafan adalah PT. PEFINDO, singkatan dari Pemeringkat Efek Indonesia .

Bagi keurgenan pelabur, penarafan dikelompokkan menjadi dua, iaitu *Investment Grade* dan *Non Investment Grade*.

Investment Grade adalah kelompok syarikat atau kerajaan yang mempunyai kemampuan cukup dalam melunasi hutangnya, sehingga pelabur lebih aman melaburkan dananya pada syarikat kelompok ini.

Non Investment Grade adalah kelompok syarikat dan kerajaan dianggap mempunyai kemampuan yang meragukan dalam membayar hutangnya.

Jadual 5.3 : Investment Grade dan Non Investment Grade

Investment Grade	Non Investment Grade (Junk Bond)
<ul style="list-style-type: none"> • AAA atau Aaa • AA+, AA, AA- atau Aa1, Aa2, dan Aa3 • A+, A, A- atau A1, A2 dan A3 • BBB+, BBB, BBB- atau Baa1, Baa2, dan Baa3 	<ul style="list-style-type: none"> • BB+, BB, BB- atau Ba1, Ba2, Ba3 • B+, B, B- atau B1, B2, B3 • CCC+, CCC, CCC- atau Caa1, Caa2, Caa3 • CC+, CC, CC- • Ca1, Ca2, Ca3 • C+, C, C- atau C1, C2, C3 • D

Sumber: Sapto (2010)

Simbol penarafan sukuk menggambarkan keadaan kesehatan syarikat seperti berikut:³⁶⁸

AAA adalah bon yang dinilai seperti *best quality*. Bon tersebut mempunyai risiko pelaburan yang amat kecil dan biasanya dinyatakan seperti "*gilt edge*".

³⁶⁸ Zalmi Zubir, Portfolio Bon, (Jakarta: Penerbit Salemba Empat, 2012), 11

Pembayaran kadar faedah dan pokok pinjamannya dijamin oleh keuntungan operasi yang besar dan stabil, sehingga risiko kemungkiran Sukuk amat kecil.

AA adalah bon dengan kualiti baik yang dapat memenuhi kewajipan faedah dan pokok pinjaman. Bon peringkat AA dikelompokkan bersama dengan peringkat AAA seperti "*high quality bonds*".

Bon peringkat AA lebih rendah dari pada AAA kerana keuntungan operasi tidak dijamin sebesar bon peringkat AAA. Turun naik unsur-unsur jaminan lebih besar berbanding dengan AAA atau dalam hubungan jaminan pembayaran terhadap kadar faedah dan hutang pokok lebih kecil dari pada bon peringkat AAA.

A adalah bon yang menarik bagi pelaburan dan dinyatakan seperti "*upper – medium grade obligation*". Jaminan terhadap kadar faedah dan hutang pokok cukup memadai tetapi dikhawatirkan jaminan tersebut dapat menyimpang di masa yang akan datang.

BBB adalah bon yang dinyatakan seperti "*lower medium grade obligation*" di mana jaminan nya tidak terlalubesar dan tidak pula rendah. Keamanan pembayaran faedah dan pokok pinjaman dinilai cukup semasa, tetapi jaminan tertentu kurang atau tidak realibel dalam waktu yang lebih panjang Bon tersebut lemah dalam karakteristik pelaburan dan agak spekulasi.

BB adalah bon yang mengandung unsur spekulasi (*low grade speculative*) kerana masa depannya tidak terjamin dengan baik. Pembayaran faedah dan pokok pinjaman sering kurang aman di masa depan. Ketidakpastian amat mencirikan bon atau sukuk kelompok ini.

B adalah bon yang kurang memenuhi karakteristik pelaburan kerana rendahnya jaminan bahawa kos faedah dan hutang pokok akan terbayar sesuai dengan isi kontrak perjanjian dalam hubungan panjang dan disebut *highly speculative*.

CCC adalah bon yang tingkat spekulasinya tinggi. Kemungkinan bon tersebut kemungkiran cukup tinggi, sehingga ada unsur bahaya berkaitan dengan pembayaran faedah dan hutang pokoknya.

CC adalah bon dengan tingkat spskulasi yang amat tinggi. Bon tersebut gagal bayar (kemungkiran). C adalah bon penuh spekulasi dan dianggap mempunyai prospek yang buruk.

D adalah bon dengan kelas paling rendah yang menyatakan bahawa syarikat tersebut gagal bayar.

University of Malaya

Jadual 5.4: Penarafan Bon

S&P	Moody's	FITCH	ICRA	Pepindo	Grade	Keterangan
AAA	Aaa	AAA	AAA	AAA	Prime	Bon berkualiti “terbaik” dengan risiko “amat kecil”
AA+	Aa1	AA+	AA+	AA+	High Grade	
AA	Aa2	AA	AA	AA		
AA-	Aa3	AA-	AA-	AA-		
A+	A1	A+	A+	A+	Upper Medium Grade	Bon berkualiti ”baik” dengan risiko “kecil”
A	A2	A	A	A		
A-	A3	A-	A-	A-		
BBB+	Baa1	BBB+	BBB	BBB+	Lower Medium Grade	Bon dengan risiko moderat dan mempunyai karakteristik spekulasi.
BBB	Baa2	BBB	+	BBB		
BBB-	Baa3	BBB-	BBB	BBB-		
			BBB-			
BB+	Ba1	BB+	BB+	BB+	Non Investment Grade Speculative	Bon yang mempunyai unsur spekulasi dan dapat berisiko
BB	Ba2	BB	BB	BB		
BB-	Ba3	BB-	BB-	BB-		
B+	B1	B+	B+	B+	Highly Speculative	Bon dengan karakteristik spekulasi dan berisiko tinggi
B	B2	B	B	B		
B-	B3	B-	B-	B-		
CCC+	Caa1	CCC	C+	CCC	Substansial Risk Extremely Speculative In default, with little prospect for recovery	Bon yang “tidak kokoh” dan mempunyai risiko yang amat tinggi
CCC	Caa2	CC	C			Bon dengan spekulasi yang tinggi dan kemungkiran.
CCC-	Caa3	C	C-			
CC	Ca					
C	C					
D		D	D	D	In default	Bon yang gagal bayar atas pengembalian pokok hutang mahupun faedahnya

Sumber:bi.go.id

5.7. Perkembangan Sukuk di Indonesia

Dimulai pada tahun 2002 penribitan sukuk pertama kali dari PT. Indosat Tbk yang menggunakan akad Muḍārabah dan selama 13 tahun perkembangan penerbitan sukuk di Indonesia hanya mencecah 66 sukuk dengan jumlah nilai Rp 12,594.4 milion.

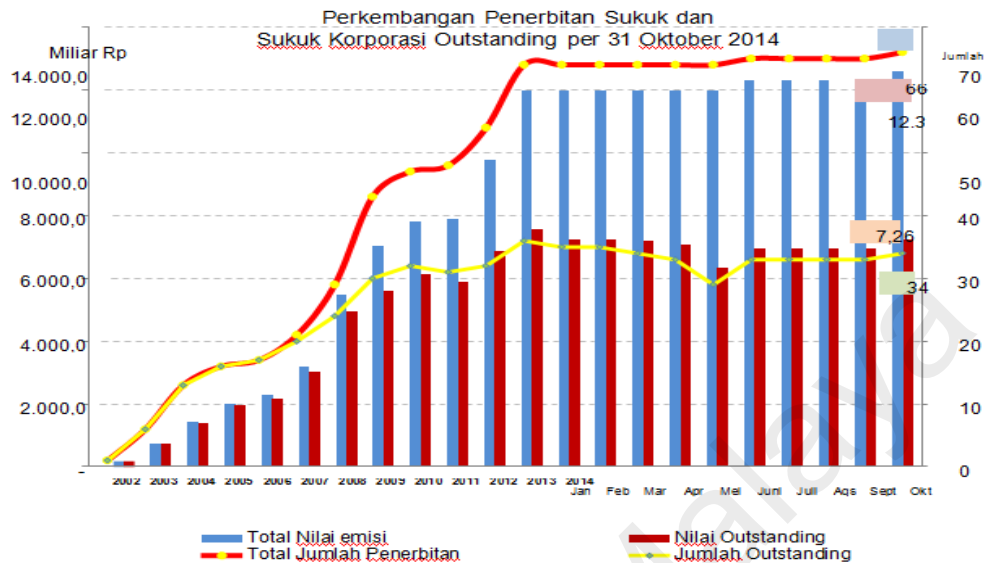
Pada tahun 2012, jumlahpenerbitan bon sebesar Rp 228.4 billion, yang terdiri dari bon kerajaan Rp 159,1 billion atau 69,66% dan bon korporat Rp 69.3 billion atau 30.34 %.

Manakala perkembangan jumlah dan nominal sukuk korporat yang diterbitkan di Indonesia semenjak dari tahun 2002 hingga 2014, dapat dilihat dari Jadual 1.

Jumlah emisi sukuk pada tahun 2012 sebanyak 54 sukuk yang diterbitkan oleh korporat dengan jumlah nilai Rp 9.790 milion. Pada tahun 2013 penerbitan sukuk korporat mencecah 64 sukuk dengan jumlah nilai Rp 11.994,4 milion yang sudah dilunasi 22 sukuk dengan nilai Rp 2,907. 4 milion. Sukuk yang masih beredar (*outstanding*) sebanyak 38 sukuk dengan nilai Rp 8,387.0 milion. Manakala pada tahun 2014 hanya terdapat tambahan 2 penerbitan sukuk sahaja, sehingga keseluruhan emisi sukuk mencecah 66 sukuk dengan jumlah nilai Rp 12,594.4 milion.

Rajah 5.7: Perkembangan Sukuk Korporat 2002-2014

SUKUK



Sumber: BAPEPAM-LK, 2014

Jadual 5.5: Perkembangan Penerbitan Sukuk Korporat di Indonesia

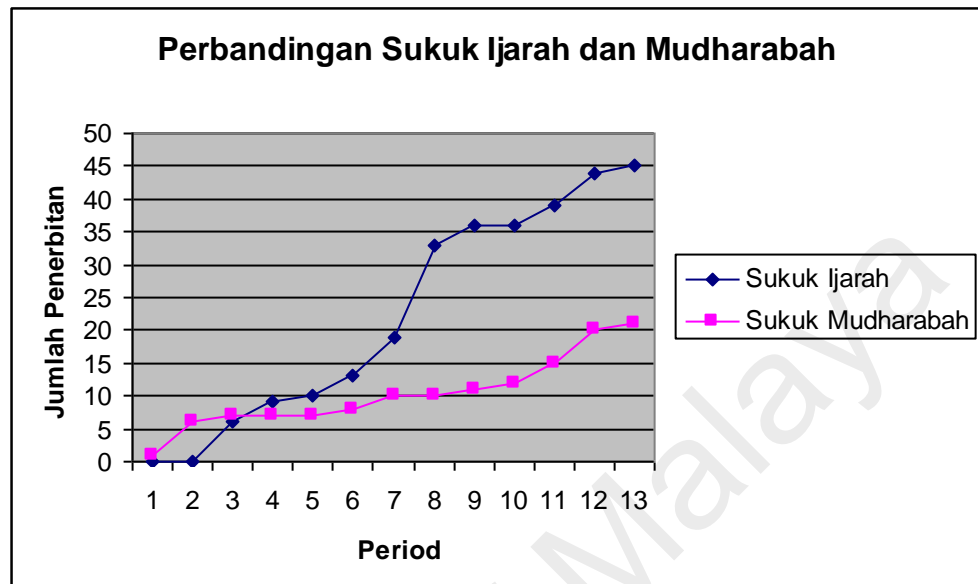
No	Syarikat	Struktur	Terbit	Tempoh matang	Nominal (Milion)
1	PT. Indosat. Tbk	Mudarabah	6 Nop 02	6 Nop 07	Rp 175 M
2	PT. Berlian Laju Tanker. Tbk	Mudarabah	28 Mei 03	28 Mei 08	Rp 60 M
3	PT. Bank Bukopin. Tbk	Mudarabah	10 Juli 03	10 Juli 08	Rp 45 M
4	PT. Bank Muamalat. Tbk	Mudarabah	15 Juli 03	15 Juli 08	Rp 200 M
5	PT. Ciliandra Pertunaia. Tbk	Mudarabah	26 Sept 03	26 Sept 08	Rp 60 M
6	PT. Bank Syariah Mandiri Tbk	Mudarabah	30 Okt 03	30 Okt 08	Rp 200 M
7	PTPN VII Tbk	Mudarabah	26 Mar 04	26 Mar 09	Rp 75 M
8	PT. Matahari Putra Prima Tbk	Ijārah	11 Mei 04	11 Mei 09	Rp 150 M
9	PT. Sona Topas Turism & Inds Tbk	Ijārah	28 Juni 04	28 Juni 09	Rp 52 M
10	PT. CSM Corporatama (Indorent I)	Ijārah	1 Nop 04	1 Nop 09	Rp 100 M
11	PT. Berlina Tbk	Ijārah	15 Des 04	15 Des 09	Rp 85 M
12	PT. Humpus Intermoda Trans Tbk	Ijārah	17 Des 04	17 Des 09	Rp 92 M
13	PT. Citra Sari Makmur	Ijārah	9 Juli 04	9 Juli 09	Rp 100 M
14	PT. Apexi Pratama Duta	Ijārah	8 Apr 05	8 Apr 10	Rp 240 M
15	PT. Ricky Putra Globalindo Tbk	Ijārah	29 Juni 05	12 Juli 10	Rp 60,4 M
16	PT. Indosat Tbk I	Ijārah	21 Juni 05	21 Juni 11	Rp 285 M
17	PT. PLN (Persero)	Ijārah	21 Juni 06	21 Juni 16	Rp 200 M
18	PT. Indosat Tbk II	Ijārah	29 Mei 07	29 Mei 14	Rp 400 M
19	PT. Berlian Laju Tanker Tbk	Ijārah	25 Juli 07	3 Juli 12	Rp 200 M
20	PT. Adhi Karya (Persero)	Mudarabah	6 Juli 07	6 Juli 12	Rp 125 M
21	PT. PLN (Persero)	Ijārah	10 Juli 07	10 Juli 17	Rp 300 M
22	PT. Indosat Tbk. III	Ijārah	27 Mar 08	9 Apr 13	Rp 570 M
23	PT. Mayora Indah Tbk	Mudārah	28 Mei 08	5 Juni 13	Rp 200 M
24	PT. Sumarecon Agung Tbk	Ijārah	5 Juni 08	5 Juni 13	Rp 200 M
25	PT. Metrodata Electronic Tbk	Ijārah	26 Juni 08	4 Juli 13	Rp 90 M
26	PT. Aneka Gas Industri Tbk	Ijārah	26 Juni 08	8 Juli 13	Rp 160 M
27	PT. Bank Muamalat Subordinasi	Mudarabah	30 Juni 08	10 Okt 18	Rp 314 M

28	PT. PLN III (Persero) Seri A	Ijārah	9 Jan 09	9 Jan 14	Rp 293 M
29	PT. PLN III (Persero) Seri B	Ijārah	9 Jan 09	9 Jan 15	Rp 467 M
30	PT. Matahari Putra Prima Tbk II A	Ijārah	14 Apr 09	14 Apr 12	Rp 90 M
31	PT. Matahari Putra Prima Tbk II B	Ijārah	14 Apr 09	14 Apr 14	Rp 136 M
32	PT. Berlian Laju Tanker Tbk II A	Ijārah	29 Mei 09	28 Mei 12	Rp 45 M
33	PT. Berlian Laju Tanker Tbk II B	Ijārah	29 Mei 09	28 Mei 14	Rp 55 M
34	PT. Bakrieland Dev .Tbk A	Ijārah	7 Juli 09	7 Juli 11	Rp 60 M
35	PT. Bakrieland Dev .Tbk B	Ijārah	7 Juli 09	7 Juli 12	Rp 90 M
36	PT. Salim Ivomas Pratama	Ijārah	20 Nop 09	1 Des 14	Rp 278 M
37	PT. Pupuk Kaltim 1	Ijārah	24 Nop 09	4 Des 14	Rp 131 M
38	PT. Indosat Tbk IV seri A	Ijārah	30 Nop 09	8 Des 14	Rp 28 M
39	PT. Indosat Tbk IV seri B	Ijārah	30 Nop 09	16 Des 12	Rp 172 M
40	PT. Mitra Adipertunaia 1 seri A	Ijārah	8 Des 09	16 Des 12	Rp 96 M
41	PT. Mitra Adipertunaia 1 seri B	Ijārah	8 Des 09	8 Des 14	Rp 39 M
42	PT. PLN IV (Persero) seri A	Ijārah	31 Des 09	12 Jan 17	Rp 130 M
43	PT. PLN IV (Persero) seri B	Ijārah	31 Des 09	12 Jan 17	Rp 167 M
44	PT. Titan Petrokimia Nusantara	Ijārah	2 Juni 10	2 Juni 15	Rp 200 M
45	PT. PLN V (Persero) seri A	Ijārah	30 Jun 10	8 Juli 15	Rp 160 M
46	PT. PLN V (Persero) seri B	Ijārah	30 Jun 10	8 Juli 22	Rp 340 M
47	PT. Bank Nagari	Muḍārabah	31 Des 10	13 Jan 16	Rp 100 M
48	PT. BPD Sulawesi Selatan	Muḍārabah	29 Apr 11	13 Mei 16	Rp 100 M
49	PT. Mayora Indah Tbk	Muḍārabah	1 Mei 12	9 Mei 17	Rp 250 M
50	PT. Indosat Tbk V	Ijārah	19 Jun 12	27 Jun 19	Rp 300 M
51	PT. Bank Muamalat Subordinasi	Muḍārabah	22 Jun 12	29 Jun 22	Rp 800 M
52	PT. Bank Muamalat Subordinasi	Muḍārabah	22 Jun 12	28 Mar 23	Rp 700
53	PT. Adhi Karya (Persero) lanjutan I	Muḍārabah	27 Jun 12	3 Jul 17	Rp 125 M
54	PT. Adhi Karya (Persero) lanjutan I	Muḍārabah	27 Jun 12	15 Mar 18	Rp 125 M
55	PT. Sumberdaya Sewatama	Ijārah	24 Nop 12	30 Nop 17	Rp 200 M
56	PT. Aneka Gas Industri	Ijārah	5 Des 12	18 Des 17	Rp 200 M
57	PT. Adira Dinamika Multi Finance A	Muḍārabah	21 Feb 13	11 Mar 14	Rp 66 M
58	PT. Adira Dinamika Multi Finance C	Muḍārabah	21 Feb 13	1 Mar 15	Rp 27 M
59	PT. Adira Dinamika Multi Finance B	Muḍārabah	21 Feb 13	1 Mar 16	Rp 286 M
60	Sukuk Ijārah TPS Food I Tahun 2013	Ijārah	28 Mar 13	5 Apr 18	Rp 300 M
61	Sukuk Ijārah I PLN Tahap I Tahun 2013	Ijārah	27 Juni 13	7 Mei 20	Rp 121 M
62	Sukuk Ijārah Berkelanjutan I PLN Tahap II Tahun 2013 Seri B	Ijārah	27 Juni 13	10 Des 18	Rp 108 M
63	Sukuk Ijārah Berkelanjutan I PLN Tahap II Tahun 2013 Seri A	Ijārah	27 Juni 13	10 Des 18	Rp 321 M
64	Sukuk Ijārah Summarrecon Agung I Tahap I Tahun 2013	Ijārah	3 Des 13	11 Des 18	Rp 150 M
65	Sukuk Muḍārabah blkt I Tahap I Bank BII Tahun 2014	Muḍārabah	30 Juni 14	8 Jul 17	Rp 300 M
66	Sukuk Ijārah Summarecon Agung I Tahap II Tahun 2014	Ijārah	3 Des 13	10 Okt 19	Rp 300 M
	Jumlah				Rp 12,594.4

Sumber: Annual Report, Sharia Capital Market Statistik-Indonesia Financial Service Authority, October, 2014

Manakala perbandingan antara penerbitan sukuk Ijārah dengan Muḍārabah dari tahun 2002 hingga 2014, seperti berikut:

Rajah. 5.8 : Perbandingan Sukuk Ijārah dan Muḍārabah



5.8 Mekanisme Perdagangan Sukuk di Pasaran sekunder

Pasaran Modal dikenali dengan nama Bursa Efek, tempat jual beli Efek. Efek merupakan surat berharga dari instrumen kewangan yang dikenali istilah sekuriti, seperti saham, bon dan sukuk. Saham, bon dan sukuk diperdagangkan melalui dua peringkat, yaitu Pasaran Primer dan Pasaran Sekunder.

Pasaran primer adalah pasaran yang memperjual belikan sekuriti dari syarikat penerbit kepada pelabur. Pasaran sekunder merupakan pasaran yang memperdagangkan sekuriti setelah melalui pasaran primer atau setelah *Initial Public Offering (IPO)*.

Pada pasaran sekunder, terdapat dua jenis sukuk iaitu sukuk yang dapat diperdagangkan dan sukuk yang tidak dapat diperdagangkan. Sukuk yang dapat diperdagangkan adalah sukuk ijārah, sukuk muḍārabah, sukuk musyārakah. Manakala sukuk yang tidak dapat diperdagangkan adalah sukuk Istiṣna' dan sukuk Salam.

Sukuk yang diperdagangkan di Pasaran Modal Indonesia sesuai dengan Fatwa DSN MUI no. 80/DSN-MUI/X/2011 tentang Penerapan Prinsip Syariah dalam Mekanisme Perdagangan Efek Bersifat Equitas di Pasaran Regular Bursa Efek.

Perdagangan sukuk di Pasaran Sekunder telah diatur dalam Garis panduan Syariah The Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI).

Mekanisme perdagangan sukuk di pasaran sekunder, melalui dua cara, yakni transaksi melalui Bursa dan di luar Bursa. Perdagangan sukuk melalui Bursa dilakukan menggunakan fasilitas yang terdapat di Bursa Efek Indonesia (BEI). Manakala perdagangan sukuk di luar bursa dilakukan melalui *over the counter* (OTC).

5.8.1 Perdagangan Sukuk di Bursa Efek Indonesia

Perdagangan sukuk yang dilaksanakan melalui Bursa Efek Indonesia (BEI) disebut *Exchange Platform* (Bursa) dengan menggunakan sistem yang bernama *Fixed Income Trading System* (FITS). *Fixed Income Trading System* (FITS) adalah wadah perdagangan sukuk yang disediakan oleh Bursa Efek Indonesia. Sukuk yang dapat diperdagangkan melalui sistem FITS ini adalah sukuk yang telah tersenarai dan dicatatkan di Bursa Efek Indonesia. Mekanisme perdagangan sukuk melalui sistem FITS merupakan transaksi yang terintergrasi antara sistem perdagangan, kliring dan penyelesaian, kerana terdapat tiga aktiviti yang berbeza, yakni aktiviti perdagangan bon dan sukuk, kliring dan penyelesaian. Aktiviti perdagangan sukuk melalui sistem FITS ini disokong oleh peraturan perdagangan yang dibuat oleh BEI dengan persetujuan Bapepam&LK, salah satu yang diatur adalah satuan perdagangan (*lot size*), yang mana satuan perdagangan (*lot size*) adalah 1 lot sama dengan nilai lima juta rupiah (1 lot = Rp 5 Juta). Penetapan *lot size* yang rendah dimaksudkan agar pelabur individu dapat

membeli bon ritel (ORI) atau sukuk ritel (sukri) yang diterbitkan oleh kerajaan atau syarikat.

Perdagangan sukuk melalui sistem FITS menggunakan metod *remote access* dari masing-masing kantor Anggota Bursa (AB), sehingga Anggota Bursa tersebut dapat memberikan pelayanan *order* (jual atau beli) kepada para nasabahnya secara efektif dan efisien. Sistem ini juga mencakupi tiga mekanisme yang berbeza, yakni perdagangan, kliring dan penyelesaian. Sukuk yang dapat ditransaksikan melalui Bursa adalah Efek warkat yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan menggunakan fasilitas transaksi *Fixed Income Trading System* (FITS) yang disediakan oleh BEI. Perdagangan sukuk melalui FITS terintegrasi dengan sistem kliring Electronic Bonds Clearing System (E-BOCS) di Kliring Penjaminan Efek Indonesia (KPEI) dan sistem penyelesaian Central Depository and Book Entry Settlement System (C-BEST) di Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI).

Perdagangan melalui sistem FITS ini terdiri dari 2 (dua) papan perdagangan, yaitu: Pasaran Reguler *Outright* dan Pasaran Negosiasi.

1) Pasaran Reguler *Outright*

Merupakan mekanisme perdagangan secara lelong berkesinamfaedahn secara anonym (*anonymous continuous auction*) dengan metod pembentukan harga yang didasarkan atas prioritas harga dan waktu (*price and time priority*).

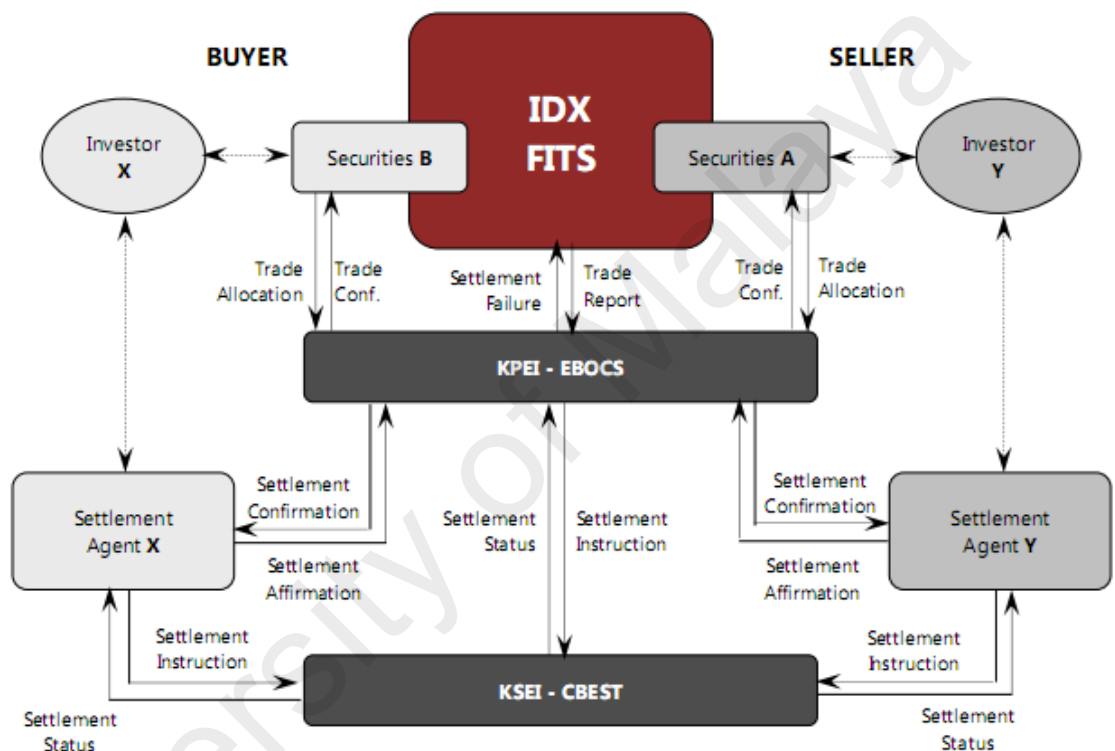
2) Pasaran Negosiasi

Merupakan fasilitas yang memungkinkan para Anggota Bursa melakukan pelaporan hasil kesepakatan transaksi yang telah terjadi sesama Anggota Bursa atau

dengan pihak lain. Mekanisme perdagangan sukuk melalui sistem FITS dapat dijelaskan pada rajah 5.6.1 berikut ini:

Rajah 5.9: Mekanisme Perdagangan Sukuk di BEI melalui FITS

Exchange Trading Process



Sumber: Indonesia Bond Market Guide

Selanjutnya bagi proses penyelesaian transaksi dilaksanakan manakala transaksi terjadi, pengiriman dan pembayaran mesti diselesaikan melalui Syarikat Kliring dan Penjaminan Efek Indonesia (KPEI) dan Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI). Waktu penyelesaian transaksinya adalah seperti berikut :

- 1) Transaksi reguler bagi sukuk diselesaikan pada hari bursa kedua (T +2) setelah transaksi dan mesti dijamin oleh KPEI.

2) Pasaran Negosiasi bagi sukuk tersebut diselesaikan pada hari pertama hingga dengan tujuh hari bursa (T +1 hingga T +7) setelah transaksi dan mesti juga dijamin oleh KPEI.

Proses penyelesaian transaksi baik dari transaksi di pasaran regular mahupun pasaran negosiasi dapat dilihat pada Jadual berikut ini :

Jadual 5.6: Mekanisme Transaksi Regular dan Pasaran Negoisasi

	REGULAR TRANSACTION	NEGOTIATION DEAL
Mechanism	Continuous Auction	Put Through
Order Type	Firmed Quotation	Advertising
Price	Trade by Clean Price (%) Settlement by Process (CP+AI)	Trade by Clean Price (%) Settlement by Process (CP+AI)
Daily Fluctuation	Daily Price Limit 250 bps	Daily Price Limit 250 bps
Trade Unit / Lot	1 lot size = IDR 5 Mio	1 unit size = IDR 1 Mio
Settlement	T+ 2	T+ 1 to T+ 7

Sumber: Indonesia Bond Market Guide

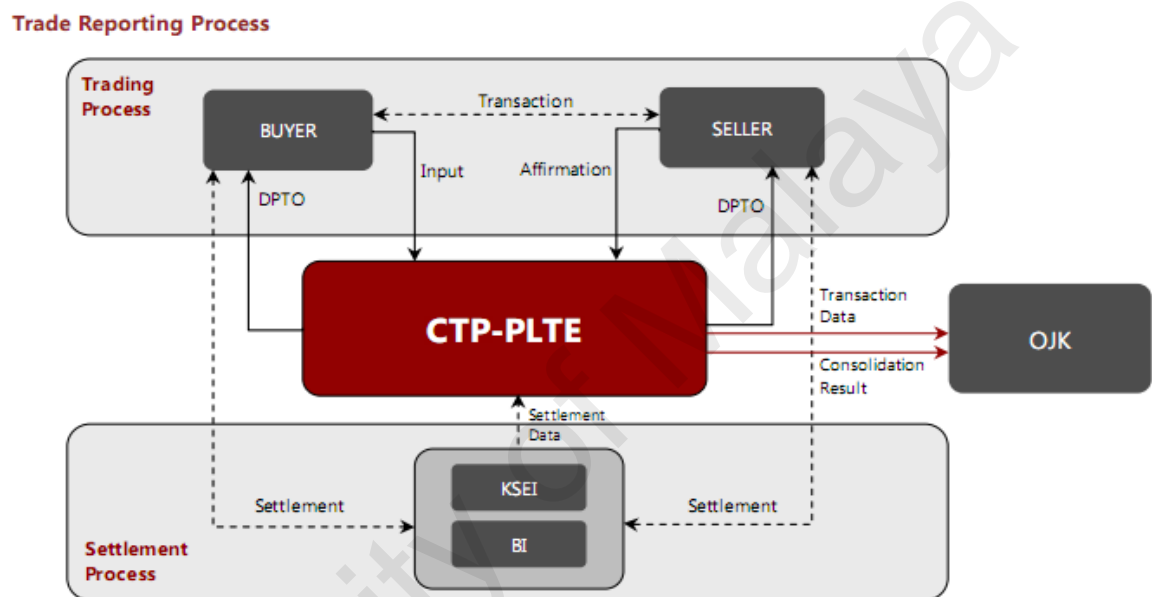
Dari transaksi regular waktu penyelesaian transaksi T+2 , artinya transaksi dilakukan pada hari ini hari ini, maka proses penyelesaiannya akan diberikan pada dua hari bursa, sehingga jumlahwaktu yang diperlukan bagi transaksi jual/beli sukuk adalah dua hari. Setelah pelaporan dilakukan oleh Partisipan, PLTE wajib menyediakan data transaksi yang dapat diakses publik semanakala setelah transaksi dilaporkan (*real time*).

Data transaksi yang wajib tersedia bagi publik antara lain memuat informasi tentang:

- nama dan seri Efek
- harga transaksi
- kadar pulangan
- volume transaksi
- nilai transaksi
- jenis transaksi

- tanggal penyelesaian transaksi
- tingkat harga dan tempoh matang transaksi (khusus bagi transaksi jual dengan janji beli kembali pada waktu dan harga yang telah ditetapkan (*repurchase agreement/repo*) atau transaksi pinjam meminjam).

Rajah 5.10 : Proses Laporan Perdagangan Sukuk Di Pasaran Sekunder



Sumber: Indonesia Bond Market Guide

5.8.2. Perdagangan Sukuk di *Over the Counter* (OTC)

Mekanisme perdagangan sukuk yang kedua dilakukan diluar Bursa Efek Indonesia (BEI), iaitu *Over the Counter* (OTC). *Over the Counter* (OTC) menjadi tempat bertemunya pembeli dan penjual sukuk dengan persyaratan dan ketentuan transaksi tidak ditetapkan oleh sesuatu Bursa Efek melainkan pihak yang melakukan transaksi. Transaksi Luar Bursa Efek (OTC) seperti transaksi antar dua pihak dengan harga penawaran (*quotation*) yang tidak tergaris panduan baik yang dilakukan melalui perantara sama ada tidak melalui perantara.

Transaksi ini urus tadbir oleh para dealer yang biasanya tidak mempunyai fasilitas perdagangan dan mekanisme yang pemilikan. Transaksi di Luar Bursa (OTC) di Pasaran modal Indonesia dijelaskan dalam peraturan Bapepam dan LK No.III.A. 10 bahawa transaksi di Luar Bursa adalah transaksi antar Syarikat Efek atau antara Syarikat Efek dengan pihak lainnya yang tidak diatur oleh Bursa Efek, dan transaksi antar pihak yang bukan Syarikat Efek. Manakala transaksi OTC dilakukan oleh pelaku melalui mekanisme negosiasi dengan mempergunakan pelbagai macam platform seperti *voice box*, *chatting*, atau *instant messenger*.

Bagi transaksi Surat Berharga Kerajaan (SBN), penyelesaiannya dilakukan melalui sub-registry yang menjadi partisipan Bank Indonesia-*Scripless Securities Settlement System* (BI-SSSS) yang disediakan oleh Bank Indonesia (BI), sedangkan bagi penyelesaian transaksi OTC atas sukuk, dilakukan melalui Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI) dengan menggunakan sistem *Central Depository and Book-Entry Settlement* (C-BEST).

Proses penyelesaian transaksi efek di luar Bursa Efek, bagi instruksi pemindahan bukunya dapat memuat syarat adanya pembayaran (*Delivery Versus Payment*) atau tanpa pembayaran (*Delivery Free Of Payment*). Setiap instruksi pemindahan buku efek dari Pemegang Rekening (*account*) kepada KSEI wajib mencantumkan syarat penyerahan dengan pembayaran atau tanpa pembayaran. KSEI akan melaksanakan pemindahan buku Efek dan atau dana setelah menerima instruksi penyerahan Efek dari Pemegang Rekening Serah Efek dan instruksi penerimaan Efek dari Pemegang Rekening Terima Efek yang telah saling sesuai, dan tersedianya saldo Efek yang cukup pada Rekening Efek Pemegang Rekening Serah Efek. Dalam hal instruksi pemindahan buku Efek memuat syarat pembayaran, maka pemindahan buku Efek akan dilaksanakan oleh KSEI setelah menerima instruksi pemindahan buku dana dari Pemegang Rekening Terima Efek dan tersedianya dana yang cukup pada Rekening Efeknya.

5.9 Kesimpulan

Garis panduan penerbitan sukuk di Pasaran Modal Indonesia, merujuk pada beberapa peraturan perundang-undangan yang menjadi rujukan dalam amalannya penerbitan dan perdagangan Sukuk, antara lain: Undang-Undang No.8 Tahun 1995 tentang Pasaran Modal, Peraturan Bapepam-LK Nomor. II.K.1 tentang Kriteria dan Penerbitan Daftar Efek Syariah dan Peraturan Bapepam-LK Nomor. IX.A.13 tentang Penerbitan Penerbitan Efek Syariah.

Institusi yang mendapat izin memberikan penarafan adalah PT. PEFINDO, singkatan dari Pemeringkat Efek Indonesia. Bagi keurgenan pelabur, penarafan dikelompokkan menjadi dua, iaitu *Investment Grade* dan *Non Investment Grade*. Pelabur mesti memilih sukuk yang tercakup dalam *Investment Grade* kerana syarikat mempunyai kemampuan cukup dalam melunasi hutangnya, sehingga pelabur lebih aman melaburkan dananya pada syarikat kelompok ini.

Akad yang digunakan bagi keseluruhan penerbitan sukuk korporat di Indonesia, hanya dua jenis akad, yakni akad *Ijārah* dan *Muḍārabah*. Jumlah pelepasan sukuk terbanyak menggunakan akad *Ijārah* 53 dan berbaki 27 sukuk menggunakan akad *muḍārabah*. Sukuk *Muḍārabah* didominasi oleh sektor kewangan terutama perbankan syariah, sedangkan sukuk *Ijārah* diterbitkan oleh syarikat ritel, manufaktur, infrastruktur. Walaupun penerbitan sukuk syarikat di Indonesia baru menggunakan dua jenis akad sahaja, yakni akad *Ijārah* dan akad *Muḍārabah* manakala dalam amlannya, ternyata terdapat perbezaan struktur antara akad *Ijārah* satu *Ijārah* lainnya, begitu juga pada akad *muḍārabah*, tertakluk kepada keadaan masing-masing penerbit (syarikat penerbit sukuk), yaitu perzedaan aset pendasar (*underlying aset*), penggunaan dana dari penerbitan sukuk serta akad paling memungkinkan digunakan pada saat penerbitan sukuk. Manakala penerbitan sukuk korporat baru mencecah empat puluh delapan penerbitan sukuk, yang berasal dari dua puluh delapan syarikat, yang menggunakan

akad Muḍārabah terdapat tujuh struktur dan akad Ijārah menggunakan dua belas struktur sukuk.

Merujuk pada Peraturan Bapepam-LK Nomor IX.A.13 tentang Penerbitan Efek Syariah, perdagangan sukuk di pasaran sekunder dapat dilakukan dengan dua cara, yakni melalui Bursa Efek Indonesia (BEI) dan diluar Bursa Efek Indonesia. Perdagangan melalui bursa disebut Exchange Platform (BEI) dengan menggunakan sistem yang bernama *Fixed Income Trading System* (FITS) yang mencakupi tiga aktivitas yang berbeza iaitu aktivitas perdagangan sukuk, kliring dan penyelesaian. Sistem kliring dilakukan melalui Electronic Bonds Clearing System (E-BOCS) di Kliring dan Penjaminan Efek Indonesia (KPEI) dan sistem penyelesaian dilaksanakan oleh Central Depository and Book Entry Settlement System (C-BEST) di Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI).

Perdagangan sukuk diluar bursa dilakukan melalui *over the counter* (OTC) yang menjadi tempat bertemunya pembeli dan penjual sukuk dengan persyaratan dan ketentuan transaksi tidak ditetapkan oleh Bursa Efek. Transaksi di OTC dilakukan oleh pelaku melalui mekanisme rundingan dengan mempergunakan pelbagai macam *platform* seperti *voice box*, *chatting*, atau *instant messenger*.

BAB 6: HASIL KAJIAN DAN PEMBAHASAN

6.1 Pendahuluan

Pada bab ini akan menghuraikan analisis data, diawali dengan analisis statistik, pengujian andaian klasik, analisis regresi berganda, pengujian model dan pembahasan hasil analisis serta kesimpulan.

Kajian ini dilakukan melalui dua tahap analisis:

- a. Tahap pertama, melakukan analisis komparasi pulangan dan risiko sukuk Ijārah dengan sukuk Muḍārabah. Analisis ini dilakukan untuk menentukan sukuk yang mana yang memberikan pulangan yang lebih besar dan risiko yang lebih kecil. Analisis dilakukan dengan mengira purata pulangan sukuk Ijārah dan sukuk Muḍārabah. Selanjutnya mengira risiko sukuk Ijārah dan Sukuk Muḍārabah. Terakhir melakukan ujian t dengan *independent sample t-test* dan membuat kesimpulan sukuk manakah yang memberikan pulangan yang lebih besar dan menghadapi risiko yang lebih kecil.
- b. Tahap kedua, menganalisis pengaruh risiko sukuk ke atas pulangan sukuk. Risiko sukuk yang dianalisis adalah risiko kredit, risiko kematangan, risiko kadar faedah SBI dan kadar kupon sukuk. Tahapan awal melakukan ujian andaian klasik berkaitan dengan ujian multikoliniriti, heteroskedastisiti, autokorelasi pada pemboleh ubah regresi berganda (*multiple regression*). Selanjutnya menganalisis pengaruh pemboleh ubah bebas dengan pemboleh ubah bersandar serta melakukan ujian F dan ujian t.

6.2 Analisis Pulangan dan Risiko Sukuk Ijārah dan Sukuk Muḍārabah

Data pulangan sukuk diperolehi dari *Indonesia Bond Pricing Agency* (IBPA) dari tahun 2010 hingga tahun 2014. Dari keseluruhan sukuk korporat yang diterbitkan di

Indonesia hanya 17 sukuk Ijārah dan 5 sukuk Muḍārabah yang mempunyai data lengkap untuk dianalisis. Hasil pengiraan pulangan Sukuk Ijārah dan Sukuk Muḍārabah mendapatkan purata pulangan, seperti yang tercantum pada jadual 6.1 dan 6.2.

Dapatan purata pulangan sukuk Ijārah dibandingkan dengan Sukuk Muḍārabah dengan menggunakan ujian *independent samples t-test*. Berasaskan dapatan Ujian Independent Samples t, pada jadual 6.3 purata pulangan sukuk Ijārah sebesar 9,3495 % sedangkan purata pulangan sukuk Muḍārabah sebesar 8,9845 %. Ertinya, pulangan sukuk Ijārah lebih besar berbanding dengan purata pulangan sukuk Mudaharabah.

Pada jadual 6.4 standard deviasi sukuk Ijārah 1,45338 dan sukuk Muḍārabah 0,81610. Standard deviasi merupakan ukuran risiko, oleh kerananya risiko sukuk Ijārah lebih besar dari pada sukuk Muḍārabah. Kesimpulannya semakin besar pulangan maka semakin besar risiko yang diterima pelabur.

Jadual 6.3: Purata Pulangan dan Risiko Pada Sukuk Ijārah dan Muḍārabah

Group Statistics					
	Aqad	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
Yield	Ijārah	17	9,3495	1,45338	,35250
	Muḍārabah	5	8,9845	,81610	,36497

Dapatan ujian *independent samples t*, dengan tahapan seperti berikut:

Ho : purata pulangan sukuk Ijārah dan pulangan sukuk Muḍārabah adalah sama.

Hi: purata pulangan sukuk Ijārah dan pulangan sukuk Muḍārabah adalah berbeza.

Jika probabilitas > 0.05 maka Ho diterima

Jika probabilitas < 0.05 maka Hi diterima

Berasaskan jadual 6.4: *independent sample test*, nilai probabilitas 0.299. Nilai probabilitas dapatan ujian lebih besar dari pada ketentuan nilai probabilitas < 0.05 agar

Hi diterima. Kesimpulannya $0.299 > 0.05$, maka H_0 diterima. Bererti purata pulangan sukuk Ijārah dan sukuk Muḍārabah adalah sama.

Hasil analisis data ini bahawa secara nilai nominal pulangan sukuk Ijārah lebih besar dari pada sukuk Muḍārabah ($9,3495 \% > 8,9845 \%$) namun pulangan kedua sukuk tersebut secara statistik tiada berbeza kerana ujian statistiknya tidak signifikan. Kesimpulannya bahawa antara sukuk Ijārah dengan sukuk Muḍārabah memiliki pulangan yang relatif sama.

Jadual 6.4 Independent Samples Test

Independent Samples Test									
	Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
	F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
								Lower	Upper
Yield	1,138	,299	,531	20	,601	,36501	,68691	-1,06786	1,79789
			,719	12,273	,485	,36501	,50740	-,73780	1,46782

6.3 Analisis Risiko Sukuk Terhadap Pulangan Sukuk

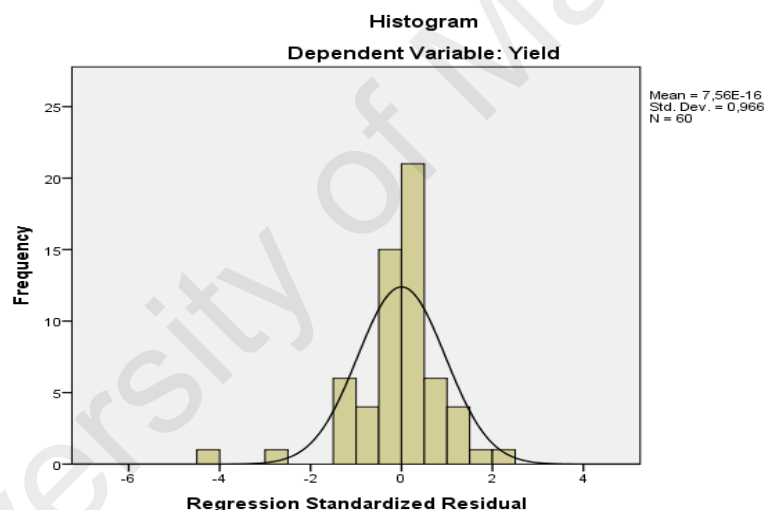
- **Ujian Kelayakan Model**

Merujuk Gujarati (1997), kaedah menggunakan analisis regresi berganda mesti memenuhi persyaratan, bahawa sesuatu persamaan regresi mesti mempunyai data yang terdistribusi normal, tidak terjadi heteroskedastisitas, multikolinieriti dan otokorelasi. Jika persyaratan tersebut dipenuhi maka akan memberikan model persamaan regresi yang baik dan tidak bias.

- **Ujian Normaliti Data**

Tujuan ujian normaliti data bagi mendeteksi apakah dalam model regresi berganda, pemboleh ubah bebas dan pemboleh ubah bersandar berdistribusi normal atau berdistribusi tidak normal. Merujuk Sujarweni, bahawa normaliti data dapat dilihat dengan menggunakan ujian normal *Kolmogorov-Smirnov one sampel test*. Jika probabilitas signifikan $> 0,05$ maka data berdistribusi normal. Selain menggunakan ujian Kolmogorov-Smirnov, normaliti data dapat dilihat menggunakan histogram dari pemboleh ubah bersandar, seperti pada Rajah 6.5

Rajah 6.1 : Histogram



Graf histogram yang wujud dalam Rajah 6.1 menunjukkan bahawa data mempunyai distribusi normal.

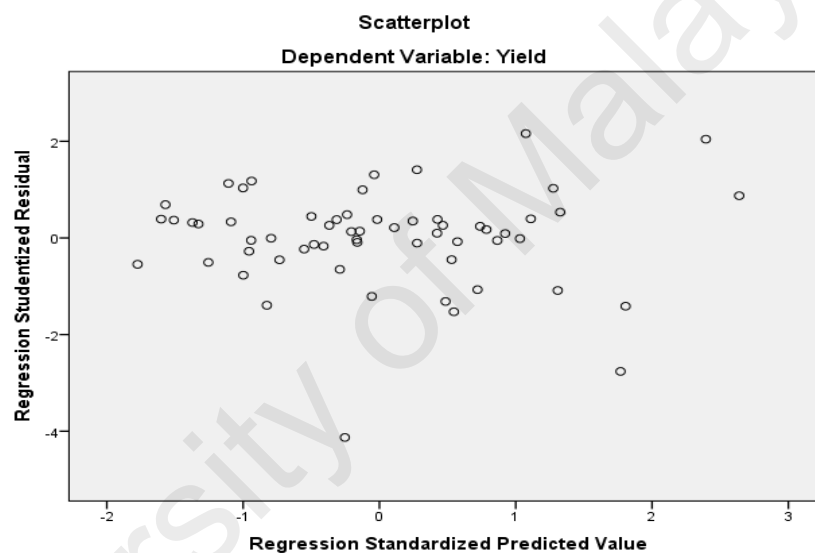
- **Ujian Heteroskedastisiti**

Ujian ini bagi menguji apakah dalam model regreresi berganda berlakunya ketidaksamaan diantara varians dan residual dari observasi yang satu dengan observasi lainnya. Merujuk Sujarweni, cara memprediksi adanya heteroskedastisiti pada sesuatu model regresi dapat dilihat pola *graf scatterplot* antara z prediction ($zpred$) bagi pemboleh ubah bebas dan nilai residual ($sresid$) dari pemboleh ubah bersandar.

Model regresi yang tidak terjadi heteroskedastisiti jika:

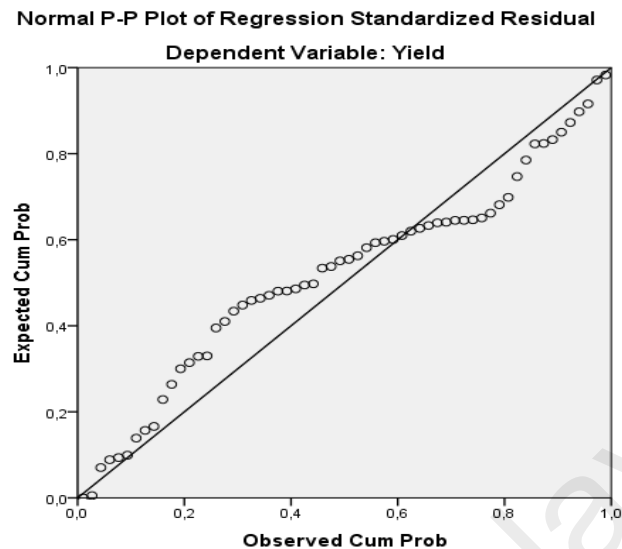
- Titik -titik data menyebar di atas, dan di bawah atau atau sekitar angka sifar (0).
- Titik-titik data tidak mengumpul hanya di atas dan di bawah sahaja.
- Penyebaran titik-titik data tidak membentuk pola bergelombang melebar kemudian menyempit dan melebar kembali.
- Penyebaran titik-titik data tidak berpola.

Rajah 6.2: Scatter Plot



Dari dapatan output rajah 6.6 *scatterplot*, titik- titik menyebar dan tidak berpola, maka dapat disimpulkan model regresi tidak terjadi heteroskedastisiti.

Rajah 6.3 : Normal P-P Plot of Regression Garis panduanrdized Residual



Pada Rajah 6.7 dapat dilihat bahawa titik-titik bertabur secara acak sama ada di atas mahupun di bawah angka sifar pada paksi Y, maka dapat disimpulkan model regresi berganda tidak terjadi heteroskedastisiti. Bererti, model regresi berganda dalam kajian ini layak digunakan bagi menjangka pengaruh risiko sukuk ke atas pulangan sukuk (YTM).

- **Ujian Multikoleneartiti**

Tujuan ujian multikoleneartiti bagi mengetahui ada tidaknya hubungan linier yang hamper sempurna diantara pemboleh ubah bebas. Merujuk Sujarweni, keserupaan antar pemboleh ubah bebas akan mengakibatkan korelasi yang amat kuat yang mempunyai koefisien korelasi lebih besar dari 0,60. Sesuatu model regresi dikatakan tidak terjadi multikoleneartiti jika koefisien korelasi antar pemboleh ubah bebas lebih kecil atau sama dengan 0,60 ($r < 0,60$). Pada jadual 6.1 tidak satupun pemboleh ubah bebas satu dengan pemboleh ubah bebas lainnya mempunyai koefisien korelasi sama dengan 0,60. Ertinya, model regresi ini dapat digunakan bagi menjangka pengaruh risiko sukuk ke atas pulangan sukuk.

Jadual 6.5 : Correlation

		Yield	Kupon	Kematangan	Rating	Irate
Pearson Correlation	Pulangan	1,000	,122	,110	-,452	,338
	Kupon	,122	1,000	,048	-,494	,020
	Kematangan	,110	,048	1,000	,338	,083
	Penarafan	-,452	-,494	,338	1,000	,034
	SBI	,338	,020	,083	,034	1,000
Sig. (1-tailed)	Pulangan	.	,177	,201	,000	,004
	Kupon	,177	.	,358	,000	,440
	Kematangan	,201	,358	.	,004	,264
	Penarafan	,000	,000	,004	.	,399
	SBI	,004	,440	,264	,399	.
N	Pulangan	60	60	60	60	60
	Kupon	60	60	60	60	60
	Kematangan	60	60	60	60	60
	Penarafan	60	60	60	60	60
	SBI	60	60	60	60	60

Jadual 6.6: Coefficient

Coefficients ^a										
Model	Ungaris panduanized Coefficients		Garis panduanized Coefficients	t	Sig.	Correlations			Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Zero-order	Partial	Part	Tolerance	VIF
(Constant)	4,289	2,357		1,820	,074					
Kupon	-,115	,057	-,245	-2,023	,048	,122	-,263	-,205	,703	1,422
Kematangan	,177	,060	,329	2,938	,005	,110	,368	,298	,821	1,218
Penarafan	-1,275	,235	-,695	-5,421	,000	-,452	-,590	-,549	,624	1,601
SBI	1,210	,363	,339	3,329	,002	,338	,409	,337	,993	1,008

a. Dependent Variable: Pulangan

Ujian multikolineriti dapat dilakukan dengan cara menentukan bahawa semua pemboleh ubah bebas mesti mempunyai nilai VIF di bawah 10 atau mempunyai tolerance value di atas 0,1. Berasaskan Jadual 6.6 dapat dilihat semua pemboleh ubah

bebas dalam kajian ini mempunyai nilai VIF di bawah 10. Ertinya, model regresi berganda yang digunakan dalam kajian ini tidak terjadi multikolenieriti antar pemboleh ubah bebasnya, sehingga model ini layak digunakan bagi menjangka pengaruh risiko sukuk ke atas pulangan sukuk.

Selain melihat koefisien korelasi antar pemboleh ubah bebas dan nilai VIF, ujian multikolinieriti dapat dilakukan dengan memperhatikan nilai R^2 . Jika nilai R^2 dari dapatan pengiraan rendah maka tidak terjadi multikolinieriti, yang mensyaratkan nilai R^2 tinggi tetapi pemboleh ubah bebas tidak signifikan.

- **Ujian Autokorelasi**

Tujuan ujian ini bagi menguji apakah dalam sesuatu model regresi berganda terdapat korelasi antara kesalahan pengganggu (residual) pada period t dengan kesalahan pada period sebelumnya (t-1). Bagi mendeteksi terjadinya autokorelasi dalam model regresi berganda digunakan jadual Durbin-Watson.

Jadual 6.7: Model Summary

Model Summary ^b										
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					Durbin-Watson
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	
1	,660 ^a	,435	,394	1,00091	,435	10,587	4	55	,000	1,602

a. Predictors: (Constant), Irate, Kupon, Kematangan, Rating

b. Dependent Variable: Yield

Pada Jadual 6.10 dapat dilihat bahawa nilai Durbin-Watson sebesar 1,602 dengan sampel sebanyak 60 dan pemboleh ubah bebas 4 kadar signifikan 5% , berada di atas $d_l = 1,51$ dan dibawah $d_u = 1,72$, maka dapat disimpulkan tidak terdapat autokorelasi positif pada model ini. Ertinya, model ini dapat digunakan bagi menjangka pengaruh pemboleh ubah bebas ke atas pemboleh ubah bersandar.

6.3.1. Ujian Statistik F (*f-test*)

Ujian F ditujukan bagi menguji pengaruh semua pemboleh ubah bebas ke atas pemboleh ubah bersandar. Koefisien determinasi dapatan pengiraan SPSS, ditemukan nilai R^2 sebesar 0,435 atau 43,5 %. Artinya, pengaruh kupon, kematangan, penarafan dan kadar faedah SBI ke atas pulangan sukuk sebesar 43,5 %. Manakala berbaki 56,5 % pulangan sukuk dipengaruhi oleh faktor lainnya, seperti pengaruh kadar inflasi, perubahan tukaran mata wang asing, kecairan sukuk.

Berasaskan jadual 6.8 dapatan pengiraan Anova, nilai F sebesar 10,587 kadar kepercayaan (sig 0,000). Artinya, pengaruh semua pemboleh ubah bebas ke atas pemboleh ubah bersandar signifikan. Kesimpulannya, bahawa kadar kupon, kematangan, penarafan dan kadar faedah SBI berpengaruh ke atas pulangan sukuk.

Jadual 6.8: Dapatan ANOVA

ANOVA ^a					
Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	42,426	4	10,606	10,587	,000 ^b
Residual	55,100	55	1,002		
Total	97,526	59			

a. Dependent Variable: Yield

b. Predictors: (Constant), SBI, Kupon, Kematangan, Pulangan

6.3.2. Ujian Statistik t (*t-test*)

Ujian t digunakan bagi menguji kadar kepercayaan (signifikan) secara parsial pengaruh masing-masing pemboleh ubah bebas ke atas pemboleh ubah bersandar. Atas dasar jadual 6.9, ditemukan bahawa semua pemboleh ubah bebas mempunyai $p < 0,05$. Artinya, secara parsial kadar kupon berpengaruh secara bererti ke atas pulangan sukuk. Kematangan sukuk berpengaruh positif ke atas pulangan sukuk. Pulangan berpengaruh negatif dan signifikan ke atas pulangan sukuk. Kadar faedah Sijil Bank Indonesia (SBI) berpengaruh positif dan signifikan ke atas pulangan sukuk.

Jadual 6.9: Coefficients

Coefficients ^a							
Model		Ungaris panduanized Coefficients		Garis panduanized Coefficients	t	Sig.	Correlations
		B	Std. Error	Beta			Zero-order
1	(Constant)	4,289	2,357		1,820	,074	
	Kupon	-,115	,057	-,245	-2,023	,048	,122
	Kematangan	,177	,060	,329	2,938	,005	,110
	Penarafan	-1,275	,235	-,695	-5,421	,000	-,452
	SBI	1,210	,363	,339	3,329	,002	,338

Persamaan regresi berganda dari dapatan perngiraan Program IBM SPSS

statistic Versi 20, seperti berikut:

$$\text{Yield} = 4,289 - 0,115 \text{ Kupon} + 0,177 \text{ Kematangan} - 1,275 \text{ Rating} + 1,210 \text{ Irate} + e$$

Maksud dan erti :

- Pemalar sebesar 4,289 menyatakan bahawa jika pemboleh ubah bebas dianggap konstan/tetap, pulangan sukuk sebesar 4,289 poin.
- Koefisien regresi kupon sebesar - 0,115 menyatakan bahawa setiap pertambahan kupon sebesar 1000 poin, akan menurunkan pulangan sebesar 115 poin.
- Koefisien regersi kematangan sebesar 0,177 menyatakan bahawa setiap pertambahan kematangan sebesar 1000 poin, akan meningkatkan pulangan 177 poin.
- Koefisien regresi penarafan sebesar -1,275 menyatakan bahawa setiap pertambahan rating 1000 poin maka akan menurunkan pulangan sukuk sebesar 1275 poin.
- Koefisien regersi kadar faedah SBI sebesar 1,210, menyatakan bahawa setiap kenaikan kadar faedah SBI sebesar 1000 poin, maka akan menurunkan pulangan 1210 poin.

6.4 Kesimpulan

Dari dapatan pengiraan bahawa purata pulangan sukuk Ijārah (9,3495 %) lebih besar dari pada sukuk Muḍārabah (9,3495) manakala dapatan ujian *independent sample t-test* menghasilkan kesimpulan tidak ada perbezaan yang signifikan atau ketara diantara pulangan sukuk Ijārah dengan sukuk muḍārabah.

Dapatan analisis regresi dan ujian F bahawa kadar faedah SBI, kematangan sukuk, kupon dan penarafan berpengaruh secara signifikan terhadap pulangan sukuk (YTM). Nilai koefisien determinasi (R^2 sebesar 44 %), ertinya bahawa 44 peratus pulangan sukuk dipengaruhi oleh kadar faedah, kupon, kematangan dan penarafan sukuk sedangkan berbaki 56 peratus dipengaruhi oleh faktor lainnya, seperti kadar inflasi, tukaran mata wang asing, kadar kecairan sukuk serta lainnya. Manakala penarafan dan kadar faedah SBI mempunyai pengaruh positif keatas pulangan sukuk, sedangkan kupon dan penarafan berpengaruh negatif keatas pulangan sukuk.

BAB 7: RUMUSAN DAN CADANGAN

7.1 Pendahuluan

Pada bab terakhir ini akan dijelaskan rumusan dan penemuan kajian, implikasi kajian, keterbatasan kajian serta cadangan kajian bagi penyelidikan selanjutnya yang boleh dijadikan bahan pertimbangan bagi mengembangkan dan menambah baik kajian yang sama dimasa hadapan.

7.2 Rumusan Kajian

- Matlamat pelabur melakukan aktiviti bisnis bagi memperoleh keuntungan di masa hadapan. Dalam memperoleh keuntungan tersebut pelabur harus menghadapi risiko yang harus ditanggung. Keuntungan dan risiko merupakan masalah yang urgen dalam perniagaan, kerana keputusan pelaburan sangat bergantung kepada seberapa besar keuntungan yang akan diterima dan risiko yang mesti ditanggung.
- Keuntungan dan risiko dalam pelaburan dalam perspektif Islam mesti mengikuti garis panduan kepada dalil yang terdapat dalam Al-Quran dan Hadith Nabi. Oleh kerananya pengamalan urus niaga kewangan Islam mesti bebas dari unsur *ribā*, *gharar*, *maysir*.
- Pelbagai akad yang diamalkan dalam urus niaga kewangan Islam antara lain, akad *muḍārabah*, *musyārahah*, *ijārah*, *salam*, *istiṣna'*, *murābahah*. Selain itu, penerbitan dan jualan sekuriti seperti sukuk diamalkan melalui mekanisme akad jual beli, yakni akad *bay' wafa'*, *bay' istighlāl* serta *bay' muzāyadah*. Akad *bay' muzāyadah* merupakan akad yang digunakan bagi jual beli sukuk di pasaran sekunder.

- Sebelum membeli sukuk, pelabur mesti mengambil kira kadar risiko dan pulangan sukuk yang akan diterimanya, sehingga memberikan keuntungan dari pembelian sukuk tersebut. Pelbagai risiko yang dihadapi pelabur dalam membeli sukuk iaitu: risiko pasaran, risiko kadar pulangan, risiko kredit, risiko tukaran mata wang asing, risiko harga aset pendasar, risiko inflasi, risiko kecairan, risiko kadar faedah, risiko kepatuhan syariah, serta risiko pasaran.
- Setiap jenis risiko dapat diukur dengan beberapa metod, seperti :
Risiko pasaran dapat diukur dengan metod Value at Risk (VaR) dan Stress-Testing. Risiko kredit diukur dengan lima metod yakni: *Credit Rating*, *Creditmetric*, *Model Skoring Kredit*, *Risk Adjusted Return on Capital (RAROC)* dan *Mortality Rate*. Manakala risiko kadar faedah diukur dengan tiga metod, iaitu: *Repricing Model*, *Metod Maturity Model* dan *Duration model*.
- Pelabur membeli sukuk dengan tujuan memperoleh pulangan dimasa yang akan datang. Pulangan sukuk dikenali dengan istilah kupon. Kupon ini akan diterima pelabur setiap semester atau setahun sekali. Jika sukuk yang menggunakan akad Ijārah maka kupon nya berupa *fee* yang berasal dari sewa aset pendasar (*underlying aset*), sedangkan sukuk dengan akad muḍārabah pembayaran kupon berasal dari nisbah keuntungan projek yang didanai dari penerbitan sukuk tersebut.
- Pengukuran pulangan sukuk dibezakan menjadi empat, iaitu: *nominal yield*, *curent yield* (CY) dan *yield to maturity* (YTM) dan *Yield to Call* (YTC). Namun dalam kajian ini yang akan dibahas adalah pulangan dalam bentuk *nominal yield*, *current yield* dan *yield to maturity* (YTM).

- Pelabur selain menjangkakan pulangan berupa kupon, juga menjangkakan *current yield* dan *yield to maturity* dari sukuk tersebut, kerana pulangan yang sesungguhnya diperolehi pelabur adalah pulangan yang akan diterima dimasa hadapan manakala membeli sukuk dan menyimpannya hingga tempoh matang.
- Dalam membeli sukuk pelabur mestinya memilih jenis sukuk yang memberikan keuntungan yang tinggi atau memilih sukuk yang memiliki risiko rendah, kerana dalam prinsip kewangan berlaku kaedah *high risk high return*, *low risk low return* atau serupa dengan kaedah *al ghurm bi al ghunm*. Pernyataan ini mengandungi makna, semakin tinggi pulangan yang dijangkakan maka semakin tinggi risiko yang harus ditanggung.

7.2.1 Rumusan Hasil Perbandingan

Tujuan kajian ini adalah bagi mengetahui apakah instrumen kewangan Islam seperti sukuk mempunyai karakteristik risiko dan pulangan yang sama dengan instrumen kewangan konvensional seperti saham dan bon konvensional. Merujuk dapatan kajian Siegel (1992) bahawa pulangan saham lebih besar daripada pulangan bon konvensional. Artinya, kaedah *high risk high return* berlaku pada instrumen kewangan konvensional, sebab saham mempunyai risiko lebih besar bagi pelabur kerana pulangan saham tidak pasti berkait rapat kepada laba yang diperolehi syarikat. Manakala pulangan bon tidak berkait dengan laba yang diperolehi syarikat, kerana kupon bon bersifat tetap.

Oleh itu, semakin tinggi risiko maka semakin tinggi pulangan yang dijangkakan pelabur. Kaedah ini dalam konsep Islam disebut *al-ghurm bi al-ghunm* atau *al-kharaz bi al-dhaman*.

Kajian ini membandingkan antara risiko dan pulangan sukuk Ijārah dengan Sukuk Muḍārabah yang diterbitkan di Pasaran Modal Indonesia. Sukuk Muḍārabah mempunyai risiko yang lebih besar dari pada sukuk Ijārah, kerana pulangan Muḍārabah berkait rapat kepada kadar keuntungan projek dari hasil penerbitan sukuk.

Kesimpulan kajian ini bahawa risiko dan pulangan sukuk Ijārah dan Muḍārabah tidak berbeza secara bererti (signifikan). Ertinya, walaupun sukuk muḍārabah mempunyai risiko yang lebih tinggi dari pada sukuk Ijārah, manakala risiko dan pulangan kedua sukuk tersebut secara statistik relatif sama.

Dapatan kajian ditemukan bahawa kupon dan pulangan sukuk ijārah lebih besar dari pada sukuk muḍārabah. Dapat disimpulkan bahawa sukuk ijārah korporat yang diterbitkan di Pasaran Modal Indonesia lebih baik dari pada sukuk Muḍārabah.

Berasaskan data purata durasi, konveksiti dan harga sukuk ijārah dan sukuk muḍārabah yang diterbitkan oleh Indonesia Bond Agency Pricing (IBPA) bahawa durasi dan konveksiti sukuk ijārah lebih besar berbanding sukuk muḍārabah, hal ini menunjukkan bahawa sukuk ijārah lebih baik dari pada sukuk muḍārabah. Durasi bermanfaat bagi pelabur bagi mengambil kira risiko sukuk, yang digunakan bagi memprediksi volatiliti perubahan harga sukuk yang disebabkan perubahan kadar faedah. Sukuk yang mempunyai durasi yang besar menunjukkan volatiliti harganya tinggi, sedangkan sukuk yang mempunyai durasi rendah maka volatiliti harga sukuk lebih rendah akibat perubahan kadar faedah.

Purata pulangan sukuk ijārah 9,3495 % dan sukuk muḍārabah 8,9845 %. Sukuk ijārah mempunyai pulangan yang tinggi sehingga harga sukuk ijārah lebih tinggi dari pada sukuk muḍārabah sebaliknya sukuk muḍārabah mempunyai harga yang rendah kerana pulangan juga rendah.

Kesimpulan kajian ini bahawa risiko dan pulangan sukuk Ijārah dan Muḍārabah tidak berbeza secara bererti (tidak signifikan). Ertinya, walaupun sukuk muḍārabah mempunyai risiko yang lebih tinggi dari pada sukuk Ijārah, manakala risiko dan pulangan kedua sukuk tersebut relatif sama.

7.2.2 Rumusan Hasil Regresi Berganda

Pelabur yang membeli sukuk menjangkakan pulangan sukuk dalam bentuk *nominal coupon* atau *nominal yield*, *current yield* serta *yield to maturity*. Manakala yang sering digunakan bagi mengukur pulangan sukuk adalah *yield to maturity*. *Yield to maturity* merupakan arus tunai masuk (*cash flow*) yang diterima pelabur hingga tempoh matang.

Besar kecil pulangan (*yield to maturity*) akan dipengaruhi pelbagai risiko sukuk, iaitu: risiko kadar faedah, risiko kematangan sukuk, risiko kredit yang diukur dengan penarafan sukuk, risiko pasaran, risiko kecairan, risiko tukaran mata wang asing, risiko inflasi.

Pada kajian ini hanya risiko kadar faedah SBI, risiko kredit, risiko kematangan dan kadar kupon yang mempengaruhi *yield to maturity* sukuk. Dapatan kajian menunjukkan penarafan mempunyai koefisien yang paling besar yakni -1,275 kemudian diikuti kadar faedah Sijil Bank Indonesia (SBI) sebesar 1,210.

Koefisien penarafan sebesar -1,275 dan memiliki tanda negatif, mangandung erti bahawa penarafan yang tinggi maka penerbit sukuk tidak perlu memberikan pulangan yang tinggi kerana penarafan yang tinggi menunjukkan bahawa syarikat tersebut mempunyai prestasi kewangan yang baik, dan memiliki risiko yang rendah. Pada keadaan ini pelabur akan membeli sukuk tersebut walaupun memberikan pulangan yang rendah kerana semakin tinggi penarafan maka syarikat tersebut

mempunyai risiko yang rendah sehingga pulangan sukuk yang rendahpun akan dibeli oleh pelabur

Koefisien kadar faedah Sijil Bank Indonesia (SBI) sebesar 1,210 dan mempunyai pengaruh positif, maksudnya semakin besar kadar faedah SBI maka semakin besar pulangan sukuk. Hal ini menjelaskan bahawa penerbit harus menjual sukuk dengan pulangan yang lebih besar dari pada kadar faedah SBI, supaya pelabur lebih tertarik membeli sukuk dari pada menyimpan wangnya di Bank.

Manakala koefisien kematangan sebesar 0,177 dan mempunyai pengaruh positif terhadap pulangan. Ertinya, semakin lama tempoh matang sukuk, maka semakin berisiko sukuk tersebut sehingga pulangan yang diterima pelabur juga mesti lebih besar.

7.3 Implikasi Kajian

Dengan mengetahui dapatan kajian bahawa instrumen kewangan Islam khususnya sukuk ternyata tidak mengikuti kaedah *al ghuḥm bil ghuḥm* atau *high risk high return*. Ertinya semakin tinggi risiko sukuk mestinya makin tinggi pulangannya, oleh kerananya maka penerbit sukuk mesti memberikan pulangan yang tinggi bagi sukuk yang mempunyai risiko tinggi. Sehingga Pelabur yang *risk seeker* akan memilih sukuk yang berisiko tinggi bagi menjangkakan pulangan yang tinggi pula.

Sehubungan banyak jenis risiko yang berkait dengan sukuk maka pelabur mesti mengambil kira risiko dan pulangan sukuk. Pelabur mesti memperhatikan risiko kadar inflasi, risiko tukaran mata wang asing, risiko kematangan sukuk, risiko kecairan, risiko kredit yang diukur dengan penarafan sukuk serta risiko kadar faedah yang diukur dengan durasi dan konveksiti sukuk. Sebab beberapa risiko tersebut secara langsung akan mempengaruhi turun naiknya harga sukuk di pasaran sekunder. Pada akhirnya akan mempengaruhi wang yang akan diterima pelabur manakala sukuk dijual sebelum tempoh matang.

7.4. Keterbatasan Kajian

Keterbatasan kajian ini terletak pada sampel penyelidikan yang hanya terhad, yakni 17 sampel sukuk ijārah dan 5 sampel sukuk muḍārabah.. Hal ini disebabkan sebahagian besar sukuk sudah tidak beredar lagi di pasaran modal (tempoh matang) dan sebahagian lagi sukuk baru diterbitkan sehingga data tidak memenuhi persyaratan. Selain itu jumlah penerbitan sukuk Muḍārabah lebih terhad dari pada sukuk ijārah. Mestinya kedua sampel tersebut mempunyai jumlah yang sama agar dapatan nya tidak bias. Keterbatasan lainnya bahawa penerbitan sukuk di Indonesia hanya menggunakan dua akad sahaja, iaitu sukuk Ijārah dan Sukuk Muḍārabah sehingga kajian ini tidak dapat perbandingan antara dengan akad sukuk lainnya.

Jumlah sukuk korporat yang diterbitkan di Pasaran Modal Indonesia sejak tahun 2002 hingga tahun 2014 hanya 66 sukuk, 32 sukuk sudah tempoh matang dan hanya 34 sukuk yang masih beredar (*outstanding*) terdiri dari 11 sukuk Muḍārabah berbaki 21 sukuk Ijārah. Dari 34 sukuk hanya 20 sukuk sahaja yang memenuhi kriteria sampel, 5 sukuk muḍārabah dan 17 sukuk Ijārah, sehingga tidak semua pemboleh ubah boleh diikut sertakan dalam analisis kajian ini, selain itu datanya tidak mencukupi untuk dianalisis lebih terperinci.

7.5 Cadangan Kajian

Bagi kajian selanjutnya, peneliti dapat membuat kajian bagi semua jenis akad sukuk yang telah diterbitkan semua Negara bagi mengetahui sukuk mana yang paling besar risikonya dan paling tinggi kadar pulangannya. Selain itu apakah setiap Negara mempunyai kadar risiko dan pulangan yang berbeza dengan Negara lainnya. Oleh kerananya maka pelabur dapat membuat portfolio sukuk yang paling menguntungkan bagi pelabur domestik sama ada pelabur antar luar Negara.

Ataupun membentuk portofolio sukuk dengan saham atau instrumen kewangan Islam lainnya sehingga akan memberikan pulangan yang maksimal bagi pelabur, selain itu pelabur dapat meminimalkan risiko dari portofolio.

7.6. Kesimpulan

Kaedah fekah *Al Ghurm bi al Ghunm* atau *high risk high return* dalam konsep pelaburan pada instrumen kewangan konvensional tidak berlaku pada instrumen kewangan Islam khususnya pada instrumen sukuk Muḍārabah dan sukuk Ijārah yang diterbitkan di Pasaran Modal Indonesia. Besar atau kecilnya pulangan pada Sukuk Muḍārabah tertakluk kepada laba projek seperti aset pendasar (*underlying aset*) penerbitan sukuk Muḍārabah, sehingga pulangan sukuk Muḍārabah sifatnya tidak pasti.

Dengan demikian Sukuk Muḍārabah mempunyai risiko yang lebih besar dari pada sukuk Ijārah. Mestinya pulangan sukuk Muḍārabah lebih besar dari pada sukuk Ijārah, kerana pulangan sukuk Ijārah diterima dengan jumlah yang tetap sehingga lebih pasti bagi pelabur.

Kesimpulan kajian ini menunjukkan bahawa sudah sepatutnya bagi mana-mana syarikat memilih untuk menerbitkan sukuk Ijārah, kerana pelabur lebih menyukai sukuk Ijārah. Selain memberikan pulangan yang bersifat tetap, sukuk Ijārah juga memberikan pulangan yang lebih besar berbanding pulangan pada sukuk Muḍārabah.

BIBLIOGRAFI

- Al - Qur'an, Mushaf Malaysia Rasm Uthmani, Tafsir Pimpinan Ar-Rahman, diterbitkan oleh: DarulFikir
- Abdul Awwal Sarker (1995), "Islamic Financial Instrument Definition and Types", Review of Islamic Economics, Vol 4, No.1
- Aam S. Rusydiana dan Muhamad Jarkasih (2010), Dissolving Problems in Developing Corporate's Sukuk in Indonesia using Analytical Network Process", Sharia Economic Days (Second), International Conference on Islamic Economics and Finance: Sukuk and Development Challenge in Indonesia, FE-UI, Jakarta, 2 Februari
- Ab Latif Muda & Rosmawati (2000)," Kaedah-Kaedah Fiqh", Penerbit Pustaka Salam Sdn Bhd, Kuala Lumpur
- Ab.Mumin Ab. Ghani (1999),"Sistem Kewangan Islam dan Amalannya di Malaysia", Jabatan Kemajuan Islam Malaysia, Kuala Lumpur
- Abdul Karim Zaidan, Al-Wajiz: 100 Kaidah Fikih dalam Kehidupan Sehari-hari, Penterjemah Muhyiddin Mas Rida, Penerbit Pustaka Al-Kautsar
- Abdul Rahaman Ghazaly, Ghuftron Ihsan dan Saifudin Shiddiq, 2008, Fiqh Muamalat, Penerbit Kecana, Jakarta
- Abdurrahman as-sa'di, dkk (2008), Fekah Jual-Beli Panduan Praktis Bisnis Syariah, Penerbit Senayan Publishing, Jakarta.
- Acharya, Viral, Yakov Amihud and Sreedhar Bharath (2009), "Liquidity Risk of Corporate Bond Returns",
www.bauer.uh.edu/departements/finance/documents/liqrisk.pdf, diekses 4 Desember 2010
- Adiwarman Karim (2010), "Aset Based Sukuk Vs Aset Backed Sukuk", Sharia Economic Days (Second), International Conference on Islamic Economics and Finance: Sukuk and Development Challenge in Indonesia, FE-UI, Jakarta, 2 Februari
- Ahmad Wardi Muslich (2010)," Fiqh Muamalat", Penerbit Amzah, Jakarta
- Ahcene Lahsasna (2010), "Forward Leasing Sukuk (Ijarah Mawsufah fi al Dhimmah) Concept and Aplication as Investment Product in Islamic Capital Market", Sharia Economic Days (Second), International Conference on Islamic Economics and Finance: Sukuk and Development Challenge In Indonesia, FE-UI, Jakarta, 2 Februari
- Ahmad Ifham Sholihin(2010)," Buku Pintar Ekonomi Syariah", Penerbit Gramedia Pusaka Utama, Jakarta

- Ahmad al-Zarqa', *Al-Sharh al-Qawa'id al Fiqhiyyah*, Ed. Ke-2, Dar al-Qalam, Damasyiq, 1993
- Abdulkader, Thomas and Adam Nathif (2004), "Islamic Bonds: Your Guide to Structuring, Issuing and Investing in Sukuk", Economy Institutional Investor
- Agus.P.Laksono (2007), "Sukuk Alternatif Instrumen Pelabur dan Pembiayaan", Seminar Sharia Economic Days (Second), FE-Universitas Indonesia, 14 Februari
- Ahamed Lebbe Abdul Rauf and Yusnidah bt Ibrahim (2014), "A Sectoral Analysis of Sukuk Market Based on Determinants of Risk and Return Performances", *European Journal of Accounting Auditing and Finance Research*, Vol.2, No.2, pp 145-161, August 2014
- Ahamed Lebbe Abdul Rauf (2014), "Determinan of Risk and Return Performance on Maturity Based Sukuk Market Structure", *International Journal of Developing and Emerging Economics*, Vol.2, No.2, pp41-58, June 2014-10-27
- Alimin (2010), "Aplikasi Pasaran Sukuk dalam Perspektif Syariah (Studi Analisis Kesesuaian Syariah terhadap Aplikasi Pasaran Sukuk Domestik dan Global)", Disertasi Pascasarjana Universitas Islam Negeri Syarif Hidayatullah, Jakarta
- Al-Jaziri, Kitab al-Fiqh 'ala' Madhahib al Arba'ah, Maktabah Tijarah Kubra, aherah, 1969 Juz 2
- Ali Said and Rihab Grassa (2013), "The Determinants of Sukuk Market Development: Does Macroeconomic Factors Influence the Construction of Certain Structure of Sukuk?", *Journal of Finance & Banking*. Vol.3.No. , 251-267, Sciencpress Ltd, 2013
- Amihud & Mendelson (1991), "Liquidity, Maturity and Yield on Treasury Securities", *The Journal of Finance*, Vol 46 No.4.p. 1411-1425
- Ashhari, Z. M., Chun, L. S., & Nassir, A. M. (2009). Conventional vs Islamic Bond Announcements: The Effects on Shareholders' Wealth. *International Journal of Business and Management*, 4(6), 105-111.
- Al-Suwailem, Sami (2012), "Toward an Objective Measure of Gharar in Exchange", *Journal of Islamic Business and Management* Vol.2 No. 1, 2012
- Ascarya dan Diana Yumanita (2007), *Comparing The Development Islamic Financial Bond Market in Malaysia and Indonesia*, IRTI Publications (2008): Saudi Arabia
- Asyraf Wajdi Dusuki (2009). Principles and Application of Risk Management and Hedging Instruments in Islamic Finance. www.asyrafwajdi.com, diakses 18 Nopember 2010
- Asyraf Wajdi Dusuki (2010), "Critical Appraisal of Shari'ah Issues on Ownership in Asset-Based Sukuk as Implemented in The Islamic Debt Market", Research Paper No. 8/2010

- Abdul Azhim Jalaluddin .A.Z (2004), Fiqh Riba, Penerbit Muassasah al-Risalah, Bayrut.
- Badlisyah Abdul Gani (2004),” Financial Analysis on Islamic Sovereign Bond (Pricing, Timing, Risk Assesment),’Round-Table Discussion on International Islamic Sovereign Bond (Sukuk), Jakarta 23-24 September 2004
- BAPEPAM (2011),’ Himpunan Skema Sukuk Mudharabah dan Sukuk Ijarah”, www.bapepam.go.id, diekses 6 Sepetember 2012
- Brealey, Myer & Marcus (2007), Fundamentals of Corporate Finance, Alih Bahasa, Yelvi Andri Zaimur, Penerbit Erlangga, Jakarta
- Bradford. C and Kevin. G (1991),” The Investment Performance of Low-Grade Bond Fund”, The Journal of Finance.Vol. 46, No.1, Maret 1991
- Burhanuddin.S. (2010), “Fiqh Muamalah: Dasar-Dasar Transaksi Dalam Ekonomi dan Bisnis”, Edisi Pertama, Penerbi Ijtihad Ilmu, Yogyakarta
- Bhojraj, Sanjeev dan Sengupta, Partha,(2003),” Effect of Corporate Governance on Bond Rating and Yields: The Role of Institutional investor and Out Side Directors, The Journal of Business, Vol.76,No.3, h.455-475
- Crabtree,A.D.,& Maher,J.J(2005), “Earning Predictability, Bond Rating and Bond Yield”, Review of Quantitative Finance and Accounting, 25:233-253
- Diamond,D.W(1991) “Debt Maturity Structure and Liquidity Risk”, Journal of Economics, vol.106, August, p.709-737
- Dewi Rahmawati (2013),” Komparasi Prestasi Bon Konvensional dan Bon Syariah Ijarah period 2007-2010, Jurnal El-Dinar , Vol.1, Januari.
- Flannery,M.J (1986),” Asymmetric Information and Risky Debt Maturity choice”, Journal of Finance, Vol.41, P.19-37
- Eduardus Tandelilin (2010), ” Portofolio dan Investasi Teori dan Aplikasi”, Penerbit Kanisius, Yogyakarta
- Engku Rabiah Adawiyah binti Engku Ali (2011), Konsep Judi Menrusi Al-Quran dan Sunnah, Kertas Kerja Simposium Fiqh Mu’asirah, anjuran Jabatan Kemajuan Islam Malaysia (JAKIM) Pusat Pentadbiran Kerajaan Persekutuan, Putrajaya
- Eka Nuraini Rachmawati (2007), “Menanti Terbitnya Sukuk Kerajaan bagi Mempercepat Tumbuhnya Pasaran Kewangan Syariah Indonesia, Majalah Usahawan, LM-FE, Universitas Indonesia, Edisi Juli
- (2010),”Sukuk Sebagai Alternatif Sumber Pembiayaan Baru bagi Syarikat dan Kerajaan”, disampaikan pada Seminar Internasional Pembangunan Kawasan Ekonomi, Hukum dan Kerajaan di Indonesia dan Malaysia, Univ Islam Riau – Univ. Utara Malaysia, 6 Juni

- Elgari, Muhammad Ali.(2003). Credit Risk in Islamic Banking and Finance. Islamic Economic Studies, vol.10, No.2 Edition, New York:Prentice Hall.
- Fabozzi, Frank.J (2004), “ Investment”, Fifth Edition, New York:Prentice Hall.
- Farhan Malik (2010), ” Sukuk-based Securitization for Development of a Stable and Thriving Housing Market”, Sharia Economic Days (Second), International Conference on Islamic Economics and Finance: Sukuk and Development Challenge in Indonesia, FE-UI, Jakarta, 2 Februari
- Faturahman,H., & Fitriati,R. (2013),” Comparative Analysis of Return on Sukuk and Conventional Bonds”, American Journal of Economics 3 (3), 159-163.
- Febtio Adi Wibawanto (2014),”Estimasi Harga Bon Menggunakan Pendekatan Hubungan dan Konveksiti Health Jarrow Morton dari Ukuran Sensitiviti Harga Bon Terhadap Yield, Skripsi, Fakultas Matematika dan Ilmu Pengetahuan Alam Universitas Gadjah Mada
- Favero,et al, (2007), How does Liquidity Affect Government Bond Yields? , Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol.45, Issue 01, February 2010, p.107-134
- Gujarati, Damodar N dan Peter, Dawn C (2010), “Dasar-Dasar Ekonometrika”, Edisi 5, Salemba Empat, Jakarta
- Hakim, Cecep Maskanul (2007),”Islamic Sukuk in Indonesia: Shari’ah Products, Regulation and Development, Indonesia. Perspektive”, IRTI Publications (2008): Saudi Arabia
- Hendi Suhendi (2010), Fiqh Muamalah, Penerbit Raja Grafindo Persada Jakarta
- Hendrawan, D. (2008). Likuiditi sebagai Faktor Determinan Premi Resiko Bon Konvensional dan Sukuk Ijarah.Universitas Indonesia, Jakarta.
- Hasan, Zubair (2008), “ Theory of Profit from Islamic Perspective”, <http://mpira.ub.uni-muenchen.de/8129>, diakses 5 January 2013
- Hasan, K.A.(2012), ”Comparison between Sukuk and Conventional Bonds: Value at Risk approach. Master thesis, Westminster University, UK.
- Himawan Wiratama (2013),”Analisis Pengaruh variabel Ekonomi Makro Terhadap Perubahan Yield Surat Berharga Syariah Kerajaan di Pasaran Sekunder”, Skripsi, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia
- Husein Syhatah (2001), Pokok-Pokok Pikiran Akuntansi Islam, Penerjemah, Husnul Fatarib, Penerbit Akbar, Jakarta
- Husein Syhatah dan Athiyyah Fayyadh, (2004), Bursa Efek- Tuntunan Islam Dalam Transaksi di Pasaran Modal, Penerjemah A. Syakur, Pustaka Progressif, Jakarta
- Ibn Khaldun (2000),”Muqaddimah”, Penerjemah. Ahmadie Thoha, Pustaka Firdaus, Jakarta

- Ibnu Manzur, Muhammad bin Makram (1968), "Lisan al-"arab". Bairut Dar al-Sadir
- Ibnu Qayyim al-Jauziyyah (1955), *I'lam al Muwaqqi'in. Rabb al-Semula jadin*. Mesir: Mathba'ah al-Sa'adah
- Imam Malik , Al-Muwatta', buku 31, No. 31.19.44 dalam buku Islamic Financial System, ISRA, Kuala Lumpur, Malaysia
- ISRA (2012), Islamic Financial System Principles & Operations, Pearson Custom Publishing
- ISRA (2010), "Islamic Pricing Benchmarking", Research Paper No: 17/2010
- Irwanto, W. (2009). Pengaruh Variabel Ekonomi Makro dan Yield Bon Kerajaan terhadap Penetapan Fee Sukuk. Universitas Indonesia, Jakarta.
- Irham Fahmi (2011), "Manajemen Risiko : Teori, Kasus, dan Solusi ", Penerbit Alfa Beta, Bandung
- Zamir Iqbal and Abbas Mirakhor (2006), " An Introduction to Islamic Finance-Theory and Practice", (Handbook, New Jersey: Wiley Finance Editions, John Wiley & Sons, Inc.)
- Jabeen, Z., & Khan, M. R. (2008). An Inquiry into the Usage of Real Assets in Islamic Transactions and their Benchmarking: The Implications for Islamic Capital Markets. Paper presented at the International Conference Islamic Capital Markets
- Jaka E. Cahyana (2004), *Langkah Taktis Metodis Berinvestasi di Bon*, Penerbit PT. Elex Media Komputindo Gramedia, Jakarta
- J. Boquist, G. Racette, and G. Schlarbaum (1975), "Duration and Risk Assessment for Bonds and Common Stocks", *Journal of Finance*, pp. 1360-1366
- Junaid Haider & Muhammad Azhar (2010), "Islamic Capital Market : Sukuk and Its Risk Management", essay.se.umu.diva.portal.org, 15 Januari 2014
- Jones, Charles. P (1996), *Investment Analysis and Management*, Fifth Edition, John Wiley & Sons, Inc.
- Khalid Howladar (2009), "The Future of Sukuk: Substance over Form? Understanding Islamic Securitisation, Asset-backed and AAIFI Principles", Moody's Pelabur Service, pp. 1-13
- Khuluq, H. (2007). Perbandingan Pengukuran Risiko Bon Syariah Ijarah Model Durasi dan Value at Risk. Universitas Indonesia, Jakarta
- Li May, Low (2002), "The Development of Sukuk-Al Ijarah in the Malaysian Islamic Debt Securities Market

- Mahmoud Abousamma (2004),” Potential Market on International Islamic Sovereign Bond (Sukuk)”, Round-Table Discussion on International Islamic Sovereign Bond (Sukuk), Jakarta23-24 September
- Mamduh M. Hanafi (2006),” Manajemen Risiko”, UPP STIM YKPN, Yogyakarta
- M. Ali Hasan (2004), “Berbagai Macam Transaksi dalam Islam”, Raja Grafindo Persada, Jakarta
- Marshall E. Blume and Donald B. Keim (1991), “Risk and Returns of Low- Grade Bond: an update”, Rodney L. White Center for Financial Research, The Wharton School University of Pennsylvania, Philadelphia
- Meysam Safari (2013), “Contractual Structures and Payoff Patterns of Sukuk Securities”, The International Journal of Banking and Finance, Volume 10, Issue 2, p.81-110
- M. Ariff and Meysam Safari (2013), “Valuation of Islamic Debt Instruments, the Sukuk: Lessons for Market Development”, 9th International Conference on Islamic Economics and Finance, 9-10 September 2013, Istambul Turkey (slideshare.net)
- Meysam Safari, M. Ariff and Shamsheer M (2013),” Do Debt Markets Price Sukuk and Conventional Bonds Differently?”, JKAU: Islamic Econ., Vol. 26 No.2, pp: 113-149 .
- Muhammad Nafik HR (2009), “Bursa Efek & Investasi Syariah”, Penerbit Serambi Ilmu Semesta, Jakarta
- Muhammad al Bashir Muhammad al-Amine (2000),”The Islamic Bond Market: Possibilities and Challenges”, International Journal of Islamic Financial Services, Vol.3 No.1
- Muhammad Anas Zarqa(1997),” Istishna Financing of Infrastructure Project”, Islamic Economic Studies, Vol.4, No.2 May
- Muhammad Ayub (2005), “ Securitization, Sukuk and Fund Management Potential to be Realized by Islamic Financial Institutions’, 6 th International Conference on Islamic Economic Banking and Finance, Jakarta 21-24 Nopember 2005
- (2007),”Understanding Islamic Finance”, John Wiley & Sons, Ltd
- Muhammad Abu Zahrah (1962), *Al-Milkiyah wa Nazhariyah al- ‘aqd fi- al - syari’ah al-Islamiyah*, Dar al-Fikr al-Arabi, Mesir.
- Muhammad Yusuf Musa, (1976), *Al-Amwal wa Nazhariyah al- ‘Aqd* , Dar al-Fikr al-Arabi, Mesir.
- Mohd Daud Bakar (2004), “ Government Policy in Developing International Islamic Sovereign Bond (Sukuk)”, ’Round-Table Discussion on International Islamic Sovereign Bond (Sukuk), Jakarta23-24 September 2004

----- (2004),”Syariah Compliance on Islamic Sovereign Bond Mechanism”, Round-Table Discussion on International Islamic Sovereign Bond (Sukuk), Jakarta 23-24 September 2004

Mona R. El Shazly and Pragya Tripathy (2012),“ Sukuk Structures, Profiles and Risks”, [http: // www.abe.sju.edu](http://www.abe.sju.edu), diekses 25 Nopember 2013

Muhammad Syafi’i Antonio (2001), ” Bank Syariah dari Teori ke Praktik”, Gema Insani Press, Jakarta

Muhammad Syakir Sula (2004), Asuransi Syariah Konsep dan Sistem Operasional, Penerbit Gema Insani, Jakarta

Mustafa al-Khin et al (2011), “Al- Fiqh Al-Manhaji Mazhab Al - Syafie”, Penerjemah Zulkifle bin Mohamad al Bakri, Jabatan Kemajuan Islam Malaysia

Mohd. Izzuddin (2004),”Rating Issues in Islamic Financial Market”, Round-Table Discussion on International Islamic Sovereign Bond (Sukuk), Jakarta 23-24 September

Mohammed Obaidullah (2000),” Islamic Risk Management: Toward Greater Ethics and Efficiency”, International Journal of Islamic Financial Services, Volume 3, Number 4,

Muhammad Rawwas Qal’ahji (2009), Urusan Kewangan Semasa Merujuk Perspektif Syariah Islam, Peterjemah Basri bin Ibrahim al-Hasan al Azhari,Selangor

Mohammad Tariq (2004),” Developing Secondary Market of International Islamic Sovereign Bond”, Round-Table Discussion on International Islamic Sovereign Bond (Sukuk), Jakarta23-24 September 2004

Mohammad Taqi Usman (2004),” An Introduction to Islamic Finance”, The Hague: Kluwer Law International

Mohd. Faiz H, Ishak. S& Kamaruzzaman,” Mudharabah Perkongsian Modal dan Untung, Akademi Pengajian Islam Universiti Malaya

Monzer Khaf (1997), “ Instrument of Meeting Budget Deficit in Islamic Economy”, Research Paper No. 42, Jedah: IRTI-IDB

----- (1997),”The Use of Asets Ijara Bonds for Bridging The Budget GAP”, Islamic Economic Studies, Vol.4, No.2 May Muqaddimah Ibn Khaldun (2005), penerjemah Ahmadiie Thoha, Penerbit Pustaka Firdaus, Jakarta.

Nasrun Haroen(2007).*Fiqh Muamalah*,Penerbit Gaya Media Pratama, Jakarta

Nagano Mamora (2013), “ Who Issues Sukuk and Why? An Analysis of Islamic Bond Issuing Determinants/www.qass.org.uk/MINE/2013_pdf_files/9th/Nagano_2013.pdf ,diekses 12 Maret 2014

- Nachrowi, N.D dan Usman.H (2002),” Penggunaan Teknik Ekonometri”, Edisi Revisi, Penerbit Raja Grafindo Persada, Jakarta
- Nanaeva, Zhamal. K (2010),”How Risky Sukuk are: Comparative Analysis of Risks Associated with Sukuk and Conventional Bonds, The British University in Dubai
- Nanik Indarsih (2013),”Pengaruh Tingkat Kadar faedah SBI, Rating, Likuiditi dan Maturiti terhadap Yield to Maturity Bon, Jurnal Ilmu Manajemen, Volume 1, Nomor 1, Januari 2013, h.125-136
- Nathif Jama Adam & Abdulkader Thomas(2004),”Islamic Bonds: Your Guide to Issuing, Structuring and Investing in Sukuk”, London : Euromoney Book
- Nathif Jama Adam(2005),”A Panacea for Convergence and Capital Market Development in The OIC Countries”, 6 th International Conference on Islamic Economic Banking and Finance, Jakarta 21-24 Nopember
- Nazaruddin Abdul Wahid (2010), “Sukuk Memahami & Membedah Bon pada Perbankan Syariah”, Penerbit Ar-Ruzz Media, Yogyakarta.
- Nurfauziah dan Adistien Fatma Setyarini(2004)”, Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Pulangan Bon Syariah (Studi Kasus Pada Industri Perbankan dan Industri Finansial”, Jurnal Siasat Bisnis, No.9 Vol.2, Disember 2004, h.241-256
- Nor Fahimah Mohd Razif & Shamsiah Mohamad (2011). Risiko-Risiko dalam Kewangan Semasa:Penilaian dari pada Perspektif Islam. website; [http://www.International Conference on Management \(ICM 2011\) Proceeding](http://www.International Conference on Management (ICM 2011) Proceeding), 20 Juli 2014
- Noriza binti Mohm Saad dan Nor Edi Azhar (2010) , “ Sukuk in Malaysian Capital Market”, 3 rd International Confrence on Business and Economic Research, 12-13 March 2012, Bandung, Indonesia
- Nor Muhamed Yacop (1996), Teori, Amalan dan Prospek Sistem Kewangan Islam di Malaysia, Utusan Publications & Distributors Sdn Bhd,
- Peter Jacobs, Arlyana Abubakar, Tora Erita Siallagan (2011), ” Analisis Perilaku Indikator Debt Market”, Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan, Bank Indonesia
- Ravindran Ramasamy, Shanmugam Munisamy, Mohd Hanif Mohm Helmi (2011), “Relative Risk of Islamic Sukuk Over Government and Conventional Bonds”, Global Journal of Management & Business Research, volume 11, Issue.6, version 1.0
- Restianti(2010),“Goverment Sukuk Development: Policy, Challenges and Opportunities”, disampaikan pada Seminar Sharia Economic Days (Second), FE-UI, Jakarta, 2 Februari

- Reza Djojosingito (2005), "Necessary Legal Reforms to Create Legal Basis for Effective Islamic Assets Securitization (Sukuk) in Indonesia, 6th International Conference on Islamic Economic Banking and Finance, Jakarta 21-24 November
- Rodney Wilson (2006), "Innovation in Structuring of Islamic Sukuk Securities", Lebanese American University, 2nd Banking and Finance International Conference, Islamic Banking and Finance, Beirut, 23- 24 February
- Rohmatunnisa, Dinna (2008), "Design of Ijarah Sukuk" Unpublished MA in Finance and Investment, University of Nottingham, Nottingham, UK
- Roikhan Mochamad Aziz (2008), "Tinjauan Komparatif Bon Syariah Antara Indonesia dan Malaysia: Pendekatan System Dynamics, Disertasi, UIN –Jakarta
- Roslina and Mohd Asyadi B.R (2010), "Modelling Sukuk Structures in Indonesia: Economic Development and The Risk Management", Sharia Economic Days (Second), International Conference on Islamic Economics and Finance: Sukuk and Development Challenge in Indonesia, FE-UI, Jakarta, 2 Februari
- Saiful Azhar Rosly and Mahmood M. Sanusi (1999), "The Application of Bay al-Inah and Bay al-Dayn in Malaysia Islamic Bonds", International Journal of Islamic Financial Services, Vol.1 No.2
- (2007), "Risk-Return Analysis of Islamic Banks' Investment Deposit and Shareholders' Fund. www.SES.AC.Ir/files/takmili/Islamic.com, diakses 9 February 2012
- Sapto Raharjo (2003), Panduan Investasi Bon, Jakarta, Gramedia
- Salman Syed Ali (2005), "Islamic Capital Product: Developments and Challenges", Occasional Paper No. 9, Jedah :IRTI-IDB
- (2005), "Introduction to Ijarah Sukuk: Current Structures and Future Prospects", Occasional Paper No. 9, Jedah :IRTI-IDB
- Sayyid Sabiq, Fiqh Sunnah, Penterjemah Nor Hasanuddin dan Aisyah Saipuddin, diterbitkan Al- Hidayah, Kuala Lumpur 2009
- Selim Cakir and Faezeh Raei (2007), "Sukuk vs Eurobonds: Is There a Difference in Value at Risk?", IMF Working Paper, WP/07/237
- Shamsiah M & Mohd Fadhly M. Y (2007), "Key Shari'ah Ruling on Sukuk Issuance in Malaysian Islamic Capital Market", IRTI Publications (2008): Saudi Arabia
- Siegel, Jeremy.J, 1992, "Does It Pay Stock Investors to Forecast the Business Cycle?", Journal of Portfolio Management 18 (1), 28-38
- S&P's (2009), "The Sukuk Market Has Continued to Progress in 2009 Despite Some Roadblocks. Commentary Report of Garis panduan and Poors (S&P's, September 2)
- S. Shahida & Saharah Lembuyi (2013), "Why Do Firms Issue Sukuk Over Bonds? Malaysian Evidence", Prosiding Perkem VIII, Jilid 2, 551- 573

- Suhenda (2010), *Mudharabah Financing in Sharia Capital Market*, Disertasi Pascasarjana Universitas Islam Negeri Syarif Hidayatullah, Jakarta
- Sujarweni, V. Wiratna (2014), "SPSS Bagi Kajian", Pustaka Baru Press, Yogyakarta
- Sunarsih (2008), *Potensi Bon Syariah Sebagai Sumber Pembiayaan Jangka Menengah dan Panjang bagi Syariah di Indonesia*, Jurnal Asy- Syir'ah Vol. 42 No. 1
- Surya, Budhi Arta dan Teguh Gunawan Nasher (2011), "Analisis Pengaruh Tingkat Kadar Faedah SBI, Exchange Rate, Ukuran Syariah, Debt to Equity Ratio, Bond Rating terhadap Yield Bon Korporat di Indonesia", Jurnal Manajemen Teknologi, Volume 10, No. 2
- Sutan Emir Hidayat (2013): "A Comparative Analysis Between aset Based and Aset Backed Sukuk: Which One is More Shariah Compliant?", International SAMANM Journal of Finance and Accounting, Vol. 1., No. 2 Juli 2013
- Syafirdi, R. H. (2006), "Pengaruh Kadar faedah, Inflasi, Kurs Rupiah, IHSG, Prestasi Syariah dan Likuiditi Syariah terhadap Bon Syariah di Secondary Market (Studi Kasus: Bon Syariah Indosat Mudharabah tahun 2002). Universitas Indonesia, Jakarta
- Syeikh Hasan Ayob (2008), "Fiqh Muamalah", terjemahan Abdurrahman Saleh S, Penerbit Berlian Publications SDN, BHD
- Tahmoures A. Afshar (2013), "Compare and Contrast Sukuk (Islamic Bond) with Conventional Bonds, Are they Compatible?", The Journal of Global Business Management Volume 9, No. 1, February
- Tandelilin (2012), "Portofolio dan Investasi Teori dan Aplikasi", Edisi Pertama, Penerbit Kanisius, Yogyakarta
- Taufiq TJ dan Hurriyatul M (2010), "Modelling Valuation of Sukuk in Indonesia", Sharia Economic Days (Second), International Conference on Islamic Economics and Finance: Sukuk and Development Challenge in Indonesia, FE-UI, Jakarta, 2 Februari
- Tariq, Ali Arsalan (2004), "Managing Financial Risk of Sukuk Structures", Master of Science at Loughborough University, UK
- Tariqullah Khan & Habib Ahmed (2001), "Risk Management An Analysis of Issues in Islamic Financial Industry", Islamic Research and Training Institute, Islamic Development Bank Group, Jeddah.
- The Accounting and Auditing Organization of Islamic Financial Institutions (AAOIFI), Shariah Garis panduan No. 17, Bahrain: AAOIFI May 2003, diakses 14 April 2009
- Theodore M Barnhill Jr, Jouttz, and Maxwell (2000), "Factors Affecting the Yields on Noni Investment Grade Bond Indices: A Cointegration Analysis.

- Tika Arundina (2010), “ Determinant of Sukuk Ratings: The Malaysian Case”, Sharia Economic Days (Second), International Conference on Islamic Economics and Finance: Sukuk and Development Challenge in Indonesia, FE-UI, Jakarta, 2 Februari
- Tim Studi Minat Syarikat penerbit sukuk di Pasaran Modal(2009), “Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Minat Syarikat Penerbit Sukuk dalam Menerbitkan Sukuk di Pasaran Modal”, Departemen Kewangan Republik Indonesia Badan Pengawas Pasaran Modal dan Institusi Kewangan BAPEPAM-LK)
- Tim Kajian Simplikasi Penerbitan Efek Syariah /Sukuk (2012), Badan Pengawas Pasaran Modal dan Institusi Kewangan (BAPEPAM-LK)
- Tim Kajian Pasaran Sekunder Sukuk (2012), Badan Pengawas Pasaran Modal dan Institusi Kewangan (BAPEPAM-LK)
- Tim Penyusun Himpunan Skema Sukuk (2011), Departemen Kewangan Republik Indonesia Badan Pengawas Pasaran Modal dan Institusi Kewangan BAPEPAM-LK)
- Tim Ulama (1983), al-Mausu’ah al Fiqhiyyah al Kuwatiyyah, Penerbit Kementrian Wakaf dan Urusan Agama Kuwait, Cetakan Kedua, Juz 37 .Kuwait.
- Tobias Ferreira (2013),”Analisis Pengaruh Likuiditi, Kadar faedah dan Tempoh matang Terhadap Perubahan Harga Bon yang diterbitkan oleh beberapa Kerajaan antar bangsa Period Juni 2010-November 2012,Tesis, Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada
- T. Sunaryo(2007),” Manajemen Risiko Finansial”, Penerbit Salemba Empat, Jakarta
- Ola Al- Sayed (2013), “ Sukuk Risk: Analysis and Management”, European Journal of Applied Social Science Research (EJASSR), Vol-1, Issue 3 December
- Umar Mohammed Idris (2008),” Evaluation of Research Developments on the Islamic Securities (Sukuk)”, International Center for Education in Islamic Finance, Malaysia
- Yahia Abdul-Rahman (1998), “Islamic Instrument for Managing Liquidity”, International Journal of Islamic Services Vol.1 No.1
- Yan, He. At. Al. (2005),” Liquidity, Information Risk and Aset Pricing : Evidence from the U.S Government Bond Market, Jurnal SSRN 687523
- Yayuk Sri Wahyuni (2011), “ Analisis Komparasi Kadar pulangan dan Risiko Sukuk dengan Menggunakan Harga Pasaran dan Harga Wajar (Studi Kasus pada Sukuk yang diterbitkan di Indonesia period 2009-2011), Tesis Master
- Yuli Soesetio dan Nurafni A Moka (2010), “Pengaruh Kadar faedah SBI, Laju Inflasi, Maturiti dan Konveksiti terhadap Pulangan Bon Syarikat Period 2006-2008, Jurnal Ekonomi Bisnis, Fakultas Ekonomi Universitas Negri Malang.Vol.15, No.3.h.189-197

- Walayet A.Khan, Mohamed Ariff, and H.Kent Baker (2003),” Determinan of Treasury Bond Yields in Singapore”, Malaysian Journal Of Economic Studies, Juni 1
- Wahbah az-Zuhaili, (2011), “Fekah Islam wa Adillatuhu, Penerjemah Abdul Hayyie al-Kattani,dkk Jilid 5, Penerbit Gema Insani, Jakarta
- Wahdy, A (2007), Perbandingan Risiko dan Kadar Pulangan Sukuk dan Bon Konvensional di Pasaran Sekunder (Studi Kasus di Bursa Efek Surabaya 2004-2006), Universitas Indonesia, Jakarta.
- Willestari,M.(2008), ”Evaluasi Validiti Pengiraan Harga Sukuk Ijarah dengan Model Durasi dan Extreme Value Theory”. Universitas Indonesia, Jakarta
- Zalmi Zubir (2012),” Portofolio Bon”, Penerbit Salemba Empat, Jakarta,
- Veithzal Rivai dan Rifki Ismal (2002), “ Islamic Risk Management for Bank Islam”, Kompas Gramedia, Jakarta
- Weill,L.,Godlewski.C.J., Ariss,R.T. (2011),” Do Market Percieve Sukuk and Conventional Bonds as Different Financing Instrument?”, BOFIT Discussion Paper No. 6/2011. Helsinki, diekses 4 April 2014
- Weill,L., & Godlewski.C (2012),”Why do Large Firms go for Islamic Loans?”, BOFIT Discussion Paper No. 7/2012. Bank of Finland, diekses 4 April 2014
- Al Misbah Al Munir fi Tahzib Tafsir Ibn Kasir (Jakarta: Pustaka Imam Asy-Syafi’i,1999)
- Peraturan Bapepam dan LK di <http://www.bapepam.go.id>, diekses 15 Nopember 2010
- Tanya Jawab Surat Berharga Syariah Kerajaan (Sukuk Kerajaan): Instrumen Kewangan Berbasis Syariah, Juni 2010, Jakarta: www.dmo.or.id, diekses 20 Desember 2010
- Kamus Arab-Indonesia al-Azhar, Penyusun S.Askar, Penerbit Senayan Publishing, Jakarta Selatan.
- Ahmad Sarwat, “Yang manakah Kita Bertransaksi Dengan Cara Lelong”, dalam <http://rumahfekah.com> diunduh 15 Mei 2014
- Fairuz Abadi.T.th. Qomus Al-Muhith Beirut, Muassasah Ar Risalah. halI:397
<http://aliflaamra.blogspot.com>, . diekses 11 Mei 2013
- 2 in 1 Dictionary & Thesaurus (2005), Kuala Lumpur: Ar-n Risalah Product Sdn
- Kamus Pelajar, 2002, Terbitan Khas KBSM, Dewan Bahasa dan Pustaka Kuala Lumpur
www.islam.gov.my/muamalat/glosarry/b, diekses 10 Juni 2011
- Ibnul ‘Abidin.Raddul Muchtar, Vol. IV, p. 257 dalam Suheri, *Syariah Knowledge*, (2011), [http:// suherilbs.wordpress.com/fekah](http://suherilbs.wordpress.com/fekah), p.20, diekses pada 12 Juli 2012

As-Syarqowi (1985), *Al Istithmar' al-Amwal al-Islamiyah*,
<http://aliflaamra.blogspot.com>, diekses 10 Juni 2011

Sayyid al-Hawari.T.thn.hal 43. <http://aliflaamra.blogspot.com>, diekses 12 Maret 2010

University of Malaya